

процесу. Отже, платоспроможним можна вважати підприємства тільки в тому випадку, коли у підприємства наявних коштів значно більше за заборгованості й воно не тільки готове до сплати боргів, а й готове забезпечити безперервне здійснення виробничого процесу.

У зв'язку з цим існує необхідність подальшого удосконалення методичних підходів щодо оцінки та управління платоспроможністю підприємства. Основними напрямками удосконалення є дослідження впливу на платоспроможність фактору часу, оцінки вартості активів, можливості продовження основної діяльності, визначення обсягів виробництва та витрат, умов кредитування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ізмайлова К. В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / К. В. Ізмайлова. — К.: МАУП, 2000. — 152 с.
2. Іванюта С. М. Антикризове управління: навч. посіб. / С. М. Іванюта. — К.: ЦУЛ, 2007. — 288 с.
3. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства: Наказ Міністерства економіки України № 1361 від 26.10.2010 р.
4. Ванієва А. Р. Оцінка ліквідності і платоспроможності підприємства / А. Р. Ванієва // Формування ринкових відносин в Україні. — 2006. — №8 (63). — С.52—61.
5. Кузнецова Н. В. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности: учебн. пособ. / Н. В. Кузнецова — Владивосток: ТОДИТ ДВГУ, 2004. — 519 с.

УДК 336.64

МЕТОДИ РЕГУЛЮВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Середа О. О.

В статті обґрунтовано можливість використання методів оптимізації для регулювання структури капіталу підприємства. Визначено напрями та переваги системного використання цих методів. Показано взаємозв'язок чинників формування капіталу та методів оптимізації структури капіталу. Запропонована послідовність регулювання структури капіталу підприємства.

Ключеві слова: *структура капіталу, регулювання структури капіталу, оптимізація структури капіталу, капітал, оптимальна структура капіталу.*

Капітал є джерелом коштів для існування і розвитку будь-якого господарюючого суб'єкта, тому роль системи регулювання структури капіталу беззаперечно велика. Недостатня розробленість деяких проблем регулювання структури капіталу як елементу управління знижує ефективність управлінських рішень в області інвестиційної і фінансової політики. Однією з серйозних проблем управління капіталом є встановлення необхідних структурних пропорцій між власною і позиковою частинами. Вони в значній мірі визначають умови ефективного функціонування підприємства і кінцеві результати його діяльності. Шляхом оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу забезпечується необхідний рівень рентабельності, стійка фінансова рівновага підприємства в процесі його розвитку, максимізація його ринкової вартості.

Проблеми формування структури капіталу підприємства досліджували як закордонні, так і провідні вітчизняні вчені. Започатковування теорії формування структури капіталу пов'язують з появою робіт М. Міллера і Ф. Модільяні, які вперше привернули увагу до позикового капіталу та можливості його впливу на очікувану прибутковість компанії. Подальшого розвитку теорія формування структури капіталу набула у роботах Т. Бірмана, Ю. Брігхема, Дж. Ван Хорна, Р. Вестерфілда,

Л. Гапенські, А. Гропелі, Р. Дамарі, Б. Джордана, Д. Сігела, М. Скотта, Е. Хелферта, Р. Холта, Д. Фіннерті, Ф. Лі Ченга, У. Шарпа, Д. Шима, С. Шмідта, Й. Шумпетера. Серед тих досліджень, де безпосередньо розглядаються методичні підходи до формування структури капіталу можна видокремити роботи І.О. Бланка, Л.О. Коваленко, В.В. Ковальова, Л.А. Костирко, З.А. Круша, А.М. Поддєрьогіна, В.О. Подольської, Л.М. Ремньової, Г.А. Семенова, О.С. Стоянової, Т.В. Теплової, Н.Н. Теренева, О.О. Терещенко, О.В. Яріш. Незважаючи на значний внесок в розвиток теорії структурування та оптимізації капіталу підприємства, подальших досліджень потребує процес та інструментарій регулювання структури капіталу.

Мета даної статті полягає в обґрунтуванні вибору методів регулювання структури капіталу підприємства.

Термін «регулювати» в Сучасному економічному словнику трактується як підпорядковувати певному порядку, правилу, упорядковувати; встановлювати правильне, необхідне для роботи взаємодію частин механізму, робити що-небудь для отримання потрібних показників, досягнення потрібного ступеня чогось [1]. Як стверджують науковці, категорія «регулювання» означає дію на об'єкт з метою не лише досягнення певного результату, а й для упорядкування його в межах заданих параметрів [2, с. 70]. Звідси, під регулюванням структури капіталу підприємства слід розуміти систему заходів, за допомогою яких забезпечується стабільність функціонування структури капіталу, ефективно залучення та використання капіталу.

Регулювання структури капіталу на підприємстві потрібно здійснювати у двох напрямках: обґрунтування оптимальних пропорцій власного і позикового капіталу; залучення необхідних обсягів власного і позикового капіталу для досягнення цільової структури. Таким чином, процес регулювання структурою капіталу передбачає, в першу чергу, процес оптимізації цієї структури. Аналіз літературних джерел з формування структури капіталу свідчить про існування множини методів, які мають різний набір показників та критеріїв при визначенні оптимальної структури. Проте, на наш погляд, розглянуті методи не в повній мірі враховують вплив чинників зовнішнього та внутрішнього середовища (таблиця 1).

Таблиця 1

Взаємозв'язок чинників формування капіталу та методів оптимізації структури капіталу

Чинник Метод	Кон'юнктура фінансового ринку	Кон'юнктура товарного ринку	Темп інфляції	Рівень оподаткування	Вартість капіталу	Галузеві особливості	Стадія життєвого циклу	Рівень рентабельності операційної діяльності	Внутрішня структура власного і позикового капіталу	Розділ позикового капіталу на довгостроковий та короткостроковий
Максимізації фінансової рентабельності:										
оцінка ефекту фінансового важелю	-	+	-	+	-	-	-	-	+	-
оцінка операційно-фінансового важелю	-	+	-	+	-	-	-	+	-	-
EBIT – EPS підхід	-	+	-	+	-	-	-	-	-	-
Метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації вартості капіталу	+	-	-	+	+	-	-	-	+	-
Метод оптимізації структури капіталу за критерієм фінансових ризиків	-	+	-	-	-	+	-	-	-	+

Методи регулювання структури капіталу підприємства в залежності від підходу до оптимізації можна класифікувати за наступними групами: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багатокритеріальні.

До нормативно-коефіцієнтних методів регулювання структури капіталу можна віднести методи, які ґрунтуються на використанні фінансових коефіцієнтів. Досить часто в економічній літературі і фінансовій практиці проблема оптимізації структури капіталу вирішується на базі пошуку такого

співвідношення власного і позикового капіталу підприємства, при якому досягаються нормативні або еталонні величини фінансових коефіцієнтів. Еталонні пропорції розраховують, як правило, на базі тривалих статистичних спостережень як по відношенню до величини капіталу, так і іншим базовим показникам фінансової діяльності. При формуванні капіталу найчастіше використовують такі фінансові показники: коефіцієнт фінансової незалежності, середньогалузеве співвідношення позикового і власного капіталу, коефіцієнт боргового навантаження, коефіцієнт покриття відсотків (табл. 2).

Таблиця 2

Нормативно-коефіцієнтні методи регулювання структури капіталу

Назва	Характеристика	Обмеження
Коефіцієнт заборгованості	Відношення позикового капіталу до власного капіталу	$\frac{ПК}{ВК} < 1$, ПК – позиковий капітал, ВК – власний капітал.
Коефіцієнт фінансової незалежності	Відношення власного капіталу до всього капіталу	$\frac{ВК}{А} \geq 0,5$, ВК – власний капітал, А – капітал.
Середньогалузеве відношення позикового і власного капіталу	Відношення позикового капіталу до власного капіталу	$\frac{ПК}{ВК} \leq K_{галузева}$, ПК – позиковий капітал, ВК – власний капітал.
Коефіцієнт боргового навантаження	Цільове відношення боргу і прибутку до амортизаційних відрахувань, процентів і оподаткування	$\frac{Борг}{EBITDA} \rightarrow K_{цільове}$, EBITDA – прибуток до амортизаційних відрахувань, процентів і оподаткування.
Коефіцієнт покриття відсотків	Відношення прибутку до вирахування процентів за кредити і оподаткування до процентних платежів	$\frac{EBIT}{П} > 1$, EBIT – прибуток до вирахування процентів і оподаткування, П – проценти за кредит

При формуванні структури капіталу як орієнтир слід враховувати середньогалузеві значення коефіцієнтів, причому не тільки відповідної галузі вітчизняних підприємств, а й у світовому розрізі [3, с.495]. Обмеження по середньогалузевому значенню співвідношення позикового і власного капіталу, припускає досягнення в стратегічному періоді цільової структури капіталу, яка склалася у підприємств-лідерів цієї галузі.

Перевагою нормативно-коефіцієнтних методів є простота й оперативність розрахунків, крім того, позитивний ефект від застосування коефіцієнтного підходу полягає у можливості співставлення результатів діяльності різних підприємств завдяки стандартизованому вигляду одиниць виміру. Маємо відзначити, що узагальнюючим недоліком нормативно-коефіцієнтних методів є статичність, і як наслідок, неможливість застосовування для формування цільової структури капіталу при стратегічному моделюванні розвитку підприємства, тому що мають короткостроковий характер.

Наступної групою методів регулювання структури капіталу є однокритеріальні, при використанні яких оптимальні для підприємства пропорції між власним і позиковим капіталом досягаються шляхом максимізації або мінімізації конкретного показника. Процес оптимізації структури капіталу підприємства ґрунтується на таких методах [4, с. 205]: оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності, оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації вартості, оптимізація структури капіталу за критерієм фінансових ризиків.

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої рентабельності ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня рентабельності при різній структурі капіталу. Існує декілька методичних підходів щодо оптимізації структури капіталу на основі критерію рентабельності, порівняльну характеристику яких наведено у таблиці 3.

Таблиця 3

Методичні підходи щодо оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рентабельності

Підхід	Зміст	Критерій	Недоліки
Оцінка ефекту фінансового важелю	Максимізація рентабельності в результаті залучення позикового капіталу	ЕФВ→мах	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позикового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію.
Оцінка ефекту операційно-фінансового важелю	Оптимізації структури капіталу шляхом виявлення взаємозв'язку між показниками валового прибутку, витрат операційного і фінансового характеру і чистого прибутку	ЕОФВ→мах	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позикового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію. Необхідні додаткові обмеження.
ЕВІТ-EPS-підхід	Оптимізація структури капіталу шляхом виявлення такого співвідношення джерел фінансування діяльності компанії, яке дозволяє максимізувати показник "чистий прибуток на акцію" у порівнянні з очікуваним рівнем валового прибутку	EPS→мах	Носить короткостроковий характер. Не враховує: - розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; - внутрішню структуру власного і позикового капіталу ; - вартість власного капіталу; - інфляцію. Можна оцінити тільки альтернативні схеми фінансування.

В економічній літературі традиційно розглядають методичний підхід, який передбачає використання механізму фінансового важелю [4, с. 208; 5, с. 380; 6, с. 289; 7, с.212; 8, с. 734]. Сутність фінансового важелю полягає в використанні підприємством позикового капіталу, який впливає на зміну фінансової рентабельності і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал. У методиці розрахунку ефекту фінансового важелю (ЕФВ) можна відокремити три основні складові: податковий коректор фінансового важелю; диференціал фінансового важелю, плече фінансового важелю. Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового важеля у процесі фінансової діяльності. Головною умовою досягнення позитивного ефекту фінансового важелю є його диференціал. Цей ефект виявляється, коли рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотку за кредит, тобто коли диференціал фінансового важелю є позитивною величиною. Отже, чим більше позитивне значення диференціалу фінансового важелю, тим більшим буде його ефект. Плече фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що формується за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст плеча фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст фінансової рентабельності, а при негативному значенні диференціалу приріст плеча фінансового левериджу буде призводити до ще більшого зниження фінансової рентабельності. Податковий коректор фінансового важелю демонструє, в якому ступені виявляється ефект фінансового важелю у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Цей підхід має недоліки, які обмежують його застосування на практиці: відсутнє розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; з розгляду упускається внутрішня структура власного і позикового капіталу; власний капітал підприємства визнається безкош-

товним і в розрахунок не береться; не враховується інфляція.

Деякі з науковців [5, с. 382, 6, с. 289; 7, с.212; 8, с. 734] вважають доцільним у процесі оптимізації структури капіталу використання операційно-фінансового важелю, який синтезує такі показники, як розмір виручки, операційні та фінансові витрати, чистий прибуток. Такий підхід щодо оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації фінансової рентабельності дозволяє визначити ступінь операційного та фінансового ризику, і використовується для визначення сукупного ризику підприємства. При цьому на основі даного методу неможливо визначити співвідношення власного і позичкового капіталу.

Наступний методичний підхід до регулювання структури капіталу підприємства на основі критерію рентабельності EBIT-EPS базується на оцінці впливу альтернативних варіантів фінансування на значення прибутку на акцію (EPS) [8, с.783]. Оптимальною структурою капіталу виступає та, при якій досягається максимальний рівень чистого прибутку на акцію при мінімальному ризику перетворення прибутку до сплати відсотків і податків (EBIT) у чистий прибуток на одну акцію (EPS). Ситуація, коли рівень чистого прибутку на акцію досягається при мінімальному фінансовому ризику, характеризується досягненням точки байдужості, в якій значення EBIT відповідає максимальному значенню EPS при мінімальному значенні фінансового ризику, тобто чистий прибуток на акцію однаковий для варіанту, як з залученням позикових коштів, так і без нього, при використанні тільки власних коштів. Якщо підприємство буде нарощувати чистий прибуток на акцію за рахунок додаткового залучення виключно власних коштів, зростає виробничий ризик. З іншого боку, можна нарощувати розмір чистого прибутку на акцію, залучаючи додатково капітал за рахунок власних і позикових коштів в певних пропорціях. Перевага методу полягає в тому, що в якості незалежної величини використовується показник операційного прибутку (EBIT), який не залежить від структури капіталу підприємства. Головними недоліками методу є: по-перше, те, що він розглядає альтернативні варіанти фінансування, не допускаючи їх комбінації; по-друге, те, що в методі максимізується значення EPS, а не ринкова вартість підприємства.

Розгляд та аналіз зазначених підходів формування структури капіталу на основі критерію фінансової рентабельності дозволяє виявити ряд недоліків, які обмежують їх застосування на практиці: відсутній поділ позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий; не аналізуються внутрішня структура власного та позичкового капіталу; не враховується вартість власного капіталу.

Сутність метода регулювання структури капіталу за критерієм мінімізації вартості капіталу полягає в попередній оцінці вартості власного та позикового капіталу за різних умов його залучення, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Перевага при формуванні структури капіталу підприємства надається відносній дешевизні того чи іншого джерела ресурсу. Оскільки ступінь обмеженості кожного джерела капіталу різна, а, відповідно, змінюється у певний момент його вартість, постільки доводиться з часом переходити від одного джерела до іншого, орієнтуючись щораз на мінімальну ціну. Цей підхід щодо оптимізації структури капіталу, на думку деяких дослідників, є типовим для вітчизняних підприємств, але при такому підході капітал підприємства повинен складатися виключно з позикового капіталу, вартість якого за інших рівних умов завжди менше власного капіталу, що означає втрату фінансової стійкості і загрозу банкрутства підприємства. Таким чином, основною перевагою метода регулювання структури капіталу за критерієм мінімізації вартості капіталу є вибір найдешевших джерел фінансування підприємств. Основними недоліками цього методу є: по-перше те, що не враховуються галузеві особливості та інші зовнішні чинники, по-друге складність при розрахунку вартості окремих компонентів капіталу; різноманіття способів розрахунку питомих ваг окремих джерел (зважування), різні підходи до визначення фактичної величини капіталу.

Наступний метод регулювання структури капіталу за критерієм фінансових ризиків пов'язаний із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства. З цією метою всі активи підприємства поділяються на такі три групи: необоротні активи, постійна частина оборотних активів, змінна частина оборотних активів. На противагу розглянутому вище, метод регулювання структури по критерію мінімізації рівня фінансових ризиків підвищує незалежність від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для подаль-

шого розвитку.

Основними недоліками розглянутих однокритеріальних методів регулювання структури капіталу є те, що вони враховують обмежену кількість факторів і дозволяють оптимізувати структуру капіталу підприємства лише по одному якомусь критерію: або за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності, або за критерієм мінімізації вартості капіталу, або за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Таким чином, фінансовий менеджер, перш ніж приступити до вирішення проблеми раціоналізації структури капіталу підприємства, повинен зробити вибір - який з можливих критеріїв може бути основоположним. Однак такий «однобокий» підхід до вибору джерел фінансування може призвести до ситуації, коли структура капіталу, що є економічно оптимальною з позиції одного критерію буде абсолютно нераціональною, якщо проводити оптимізацію за іншим критерієм. 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 і 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 мінімізації рівня фінансових ризиків має на меті підвищення фінансової стійкості підприємства і незалежності від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для підвищення ринкової вартості підприємства.

В сучасній науці не припиняються спроби знайти найбільш ефективний метод оптимізації щодо досягнення оптимальності співвідношення структурних елементів капіталу підприємств, які ґрунтуються на додержанні вимог відразу декількох критеріїв оптимізації. Тому можна виділити групу багатокритеріальних методів регулювання структури капіталу, які ґрунтуються на послідовній оптимізації за декількома критеріями.

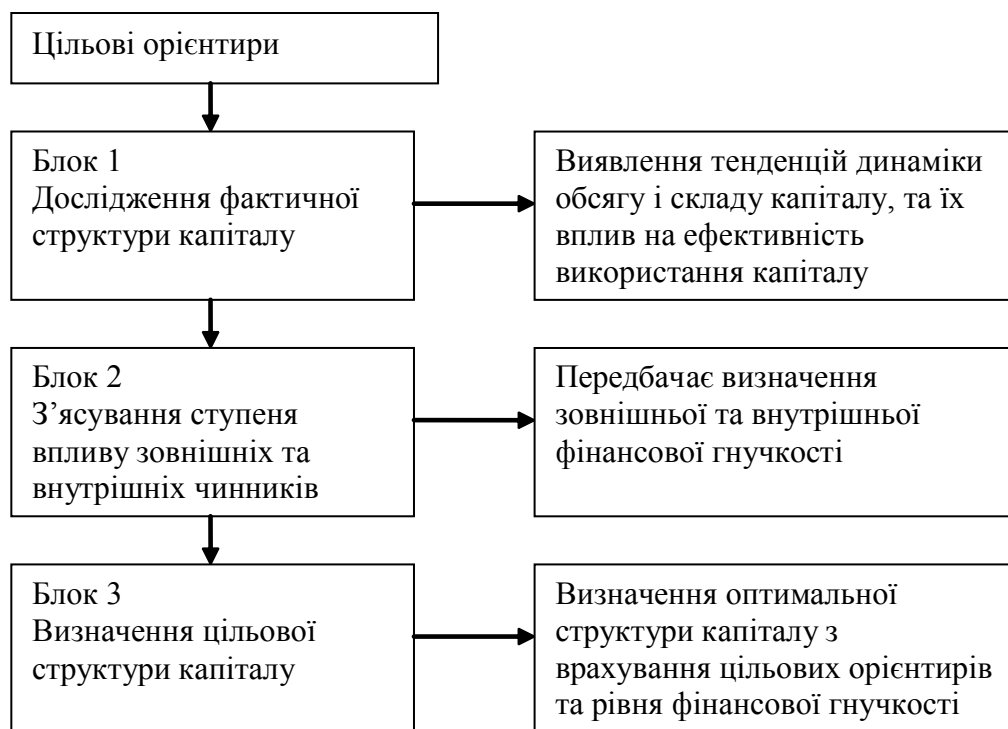


Рис.1. Послідовність регулювання структури капіталу

* Розроблено автором

Деякі з науковців вважають за необхідне максимізацію рівня рентабельності поряд з рівнем фінансової стійкості [9, 10 с. 165], однак, враховуючи протилежність наслідків використання цих методів, забезпечення найбільш ефективної пропорційності між ними є майже недосяжним у практичній площині. Інша група економістів пропонує послідовне використання усіх трьох методів і формування показника цільової структури капіталу з урахуванням їх граничних значень [4, с. 205], що також є трудомістким процесом і не дає однозначної відповіді. Існують також думки з приводу

доповнення зазначених методів показниками кредитоспроможності і платоспроможності, левериджу в майновій структурі капіталу [11, с. 74]. Є спроби розробки комплексного інтегрального показника цільової структури капіталу з урахуванням галузевої приналежності підприємства [12, с.108].

Запропонована послідовність регулювання структури капіталу промислових підприємств (рис. 1) передбачає дослідження фактичної структури капіталу підприємства, визначення зовнішньої та внутрішньої фінансової гнучкості, визначення оптимальної структури капіталу з врахування цільових орієнтирів та рівня фінансової гнучкості.

ВИСНОВКИ

Завданням успішного розвитку підприємств виступає якісне управління їх капіталом. При цьому обґрунтування його оптимальної величини відповідно до обсягу, структури і змісту виробничої діяльності, вибір раціонального способу його нарощування, урахування вартості і ризиків забезпечує стійкий розвиток підприємства. Ефективність управління капіталом значною мірою залежить від вибору методів та методичних підходів до оптимізації та формуванні структури капіталу. Ці методи можна диференціювати в залежності від підходу до оптимізації на наступні групи: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багатокритеріальні. В плані практичного впровадження та отримання достовірних даних для регулювання структури капіталу найбільш придатними є нормативно-коефіцієнтні методи та багатокритеріальні методи, які ґрунтуються на розрахунку комплексного інтегрального показника.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 495 с.
2. Макаренко М.І. Сутнісно-структурна визначеність механізму регулювання державного боргу / М.І. Макаренко, В.Ю. Дудченко // Вісник СумДУ. — 2006. — № 7 (91). — С. 68-75.
3. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / О.О. Терещенко. — К.: КНЕУ. — 2003. — 554 с.
4. Бланк И.А. Финансовый менеджмент / И.А. Бланк — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2007. — 521 с.
5. Теплова Т.В. Корпоративные финансы / Т.В. Теплова. — М.: Издательство Юрайт, 2013. — 655 с.
6. Коваленко Л.О. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / Л.О. Коваленко, Л.М. Ремньова — 2-ге вид. перероб і доп. — К. Знання, 2005 — 485 с.
7. Калініченко З.Д. Використання методу левериджу в управлінні структурою прибутку й капіталу / Калініченко З.Д. // Економічний аналіз. — 2008. — № 2(18). — С. 212-214.
8. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович мл.; [пер. с англ.] — 12 изд. — М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. — С.1232.
9. Костирко Л.А. Фінансовий механізм сталого розвитку підприємств: стратегічні орієнтири, системи забезпечення, адаптація: монографія / Л.А. Костирко — Луганськ: Вид-во «Ноулідж», 2012. — 474 с.
10. Семенов Г.А. Оптимізація структури капіталу підприємства / Г.А. Семенов, А.В. Пелешко // Держава та регіони. — 2010. — №4. — С. 164-169.
11. Квасницька Р.С. Інструментарій та методи оптимізації цільової структури капіталу підприємства / Р.С. Квасницька // Економіст. — 2005. — № 5. — С. 73-75.
12. Івко А.В. Комплексний показник оптимальної цільової структури капіталу підприємства / А.В. Івко // Європейський вектор економічного розвитку. — 2011. — № 2 (11). — С. 105-110.