

Люта, О. В. Теоретичні підходи до оптимізації структури капіталу підприємства з погляду сучасної фінансової теорії [Текст] / О. В. Люта, А. Г. Бухтіарова // Інноваційна економіка. – 2012. – № 1 (27). – С. 92-96.

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА З ПОГЛЯДУ СУЧАСНОЇ ФІНАНСОВОЇ ТЕОРІЇ

Люта О.В., к.е.н.

Бухтіарова А.Г.

ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ»

У статті проаналізовано ряд сучасних теоретичних підходів до оптимізації структури капіталу, здійснено аналіз їх значення у контексті реалій сучасної економіки.

Ключові слова: капітал, структура капіталу, власний капітал, позиковий капітал, середньозважена вартість капіталу.

The article analyses main theoretical approaches to the optimization of the capital structure as well as their importance in the context of the realities of the modern economy.

Key words: capital, capital structure, equity, debt, weighted average cost of capital.

Актуальність проблеми. Ефективність функціонування будь-якого підприємства залежить від ефективності обраної стратегії управління його капіталом. Основне завдання при управлінні капіталом полягає у формуванні та підтримці його оптимальної структури, яка зможе найбільш повно задовольнити стратегічні цілі підприємства. Більшість вітчизняних вчених не мають спільної думки щодо теоретичних підходів до управління структурою капіталу та можливості її оптимізації. Проте в зарубіжній літературі існує декілька концепцій теорії структури капіталу, в основі яких лежать суперечливі підходи щодо можливості оптимізації структури капіталу підприємства.

Аналіз останніх наукових досліджень і публікацій. Актуальним теоретичним та методичним питанням щодо оптимізації структури капіталу присвячені роботи І. В. Бланка, В. В. Ковалева, В. В. Іванової, А. А. Пересади,

Т. В. Майорової, О. О. Ляхова та ін. Серед зарубіжних авторів варто відзначити праці У. Шарпа, Г. Александер та Дж. Бейлі.

Мета роботи. Метою роботи є дослідження існуючих теорій оптимізації структури капіталу та виявлення основних факторів впливу та структуру капіталу підприємства.

Викладення основного матеріалу дослідження. Теорія оптимізації структури капіталу входить до складу базових концепцій фінансового менеджменту. Вона тісно взаємопов'язана з теоріями вартості капіталу та ринкової вартості компанії, оскільки базується на порівнянні вартості залучення власного і позикового капіталу і аналізі впливу різних комбінованих варіантів фінансування на ринкову вартість компанії. Зазначений взаємозв'язок обумовлює розвиток даних теорій в єдиному концептуальному комплексі. Аналізуючи процес еволюції теорій фінансової структури капіталу, дослідники пропонують різні класифікації сформованих теоретичних підходів. На нашу думку, загальна класифікація даних підходів може бути представлена наступним чином (таблиця 1).

Таблиця 1 – Основні теоретичні підходи щодо оптимізації фінансової структури капіталу компанії

Теорії оптимізації фінансової структури капіталу компанії	
Неокласичні	Інституційні
- Традиційна теорія - Теорія Міллера-Модільяні - Теорія стаціонарного співвідношення	а) Сигнальні теорії - Модель Росса - Модель Майерса-Майлуфа - Модель Міллера-Рока - Модель Уелша б) Теорії протиріччя інтересів - Теорії агентських витрат - Теорії корпоративного контролю та моніторингу витрат - Теорія стейкхолдерів в) Теорії поведінки - Теорії відстеження ринку - Теорії автономії інвестицій менеджерів - Теорії інформаційних каскадів

Однією з перших теорій фінансової структури капіталу вважається традиційна теорія, заснована на аналізі фінансових рішень. Специфічною особливістю даної теорії є припущення про значну залежність середньої

вартості капіталу фірми від його структури і можливості оптимізації структури капіталу на основі врахування вартості його складових, а також про те, що вартість позикового капіталу компанії завжди нижче вартості її власного капіталу. Виходячи з тези про більш низьку вартість позикового капіталу щодо власного, в традиційній теорії робиться висновок про те, що зменшення середньої вартості капіталу компанії забезпечується при зростанні частки позикового капіталу, що і лежить в основі її рекомендацій щодо оптимізації структури капіталу [2].

До переваг даної теорії, на наш погляд, слід віднести положення про наявність взаємозв'язку між фінансовою структурою капіталу, вартістю капіталу та ринковою вартістю підприємства. Разом з тим положення традиційної теорії про більш низьку вартість позикового капіталу компанії щодо вартості її власного капіталу приводить до висновку про те, що оптимізація структури капіталу забезпечується при формуванні капіталу виключно за рахунок позикових коштів, тобто саме позиковий капітал виступає як пріоритетний і єдиний фактор, що визначає механізм такої оптимізації. Такий висновок суперечить теоретичним постулатам і практичним методам обліку фінансових ризиків у вартості капіталу. Зі збільшенням заборгованості в загальній структурі капіталу фірми фінансовий ризик зростає, що зумовлює зростання середньозваженої вартості капіталу компанії. У зв'язку з цим максимізація використання позикового капіталу призводить до втрати фінансової стійкості і загрози банкрутства.

Вищезазначене дозволяє зробити висновок, що традиційна теорія і побудована на її основі однофакторна модель формування структури капіталу є надмірно спрощеними і навряд чи можуть бути застосовані в сучасній практиці.

У 1958 році була висунута теорія Модільяні-Міллера, яка в подальшому доповнювалася і уточнювалася. У своєму первісному вигляді дана теорія отримала назву теорії індивідуальності структури капіталу. Практичне використання цієї концепції передбачає максимізацію застосування позикового капіталу в господарській діяльності підприємства (це може

призвести до втрати фінансової стійкості та банкрутства). В основу концепції індиферентності покладено положення про неможливість оптимізації ні за критерієм мінімізації середньозваженої його вартості, ні за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства, оскільки вона не впливає на ці показники. В процесі розробки даної концепції функціонування ринку капіталу має певні обмеження. Дана теорема справедлива лише в умовах прийнятих обмежень і припущень, далеких від реалій господарської практики, і носить чисто теоретичний характер. Разом з тим вона формулює сукупність умов, при яких фінансова структура капіталу не впливає на ринкову вартість компанії.

Компромісна теорія (теорія стаціонарного співвідношення), розроблена в працях М. Бреннана, С. Шварца, Х. Леланда та інших дослідників, передбачає врахування таких реальних економічних умов, як фактор оподаткування прибутку і витрати банкрутства.

Теорія стаціонарного співвідношення визначає оптимальне цільове значення фінансової структури капіталу компанії шляхом знаходження точки компромісу, відповідної мінімальної величині середньозваженої вартості капіталу, з урахуванням 2 факторів: оподаткування прибутку та витрат банкрутства. Разом з тим вона не враховує витрати пристосування структури капіталу до оптимальної, економічну поведінку менеджерів, власників, інших учасників господарського процесу, а також ряд інших чинників [3].

В основу компромісної концепції структури капіталу покладено положення про те, що вона формується під впливом певних умов, які визначають відповідність рівня доходності ризику капіталу, що використовується підприємством. У процесі оптимізації структури капіталу ці показники необхідно враховувати шляхом знаходження компромісу щодо їх впливу на загальний фінансово-господарський стан підприємства.

Отже, можемо зробити висновок, що у неокласичних концепціях передбачалося, що фінансові рішення приймаються в умовах досконалого ринку, де інформація є повною і загальнодоступною, а економічна поведінка учасників раціональною. Проте, в реальному світі ринкові ціни не

відображають всю інформацію, інформація не є прозорою і загальнодоступною для всіх його учасників, тобто інформація є асиметричною, а раціональність економічних суб'єктів – обмеженою.

Теорія асиметричної інформації базується на припущенні недосконалості ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам відносно перспектив розвитку підприємства. Асиметричність проявляється в тому, що менеджери підприємства володіють найбільш достовірною інформацією ніж інвестори та кредитори.

Дані обставини також враховуються і в сигнальних теоріях (Росса, Майерса-Майлуфа, Міллера і Рока, Уелча), які припускають, що асиметрія інформації може бути зменшена на основі певних сигналів для кредиторів та інвесторів, ініційованих поведінкою менеджерів на ринку капіталу.

Теорія асиметричної інформації, що набула поширення в західній фінансовій літературі, проявляється в тому, що менеджери володіють більш повною інформацією, ніж власники та кредитори. Якби у всіх був однаковий доступ до інформації, це б дало змогу більш обґрунтовано висувати вимоги до рівня доходності інвестованого в підприємство капіталу. Повнота представленої інформації сприяє підвищенню курсу цінних паперів. В 1996 р. американські економісти Джеймс А. Миррлей і В. Викрей розробили фундаментальну теорію мотивацій в умовах асиметричної інформації, за що були удостоєні звання лауреатів Нобелівської премії з економіки.

Положення про асиметрію інформації лежить також в основі ряду концепцій протиріччя інтересів, а також сучасних поведінкових теорій [4].

Концепція агентської проблеми припускає, що менеджмент компанії може приймати рішення, які суперечать інтересам власників, відповідно, необхідні витрати з відстеження його дій. Завданням фінансового менеджера є прийняття в інтересах акціонерів рішень, які збільшували б ринкову вартість акцій компаній. Щоб проілюструвати різницю інтересів керівництва та акціонерів, припустимо, що фірма розглядає новий інвестиційний проект (рисунок 1).

Очікується, що проект позитивно вплине на зростання курсової вартості акцій, але в той же час є досить ризикованим. Власники фірми будуть підтримувати даний проект, а менеджери – ні, тому що існує ймовірність невдачі і менеджери ризикують втратити роботу. Якщо керівництво відмовиться від реалізації проекту, то акціонери можуть втратити можливість отримання високого потенційного доходу. Тому при прийнятті рішення щодо використання капіталу компанії в частині нерозподіленого прибутку, власники завжди будуть голосувати за виплату дивідендів, а менеджери за розширення виробництва. Це один із прикладів виникнення агентських витрат у формі упущеної вигоди акціонерів.

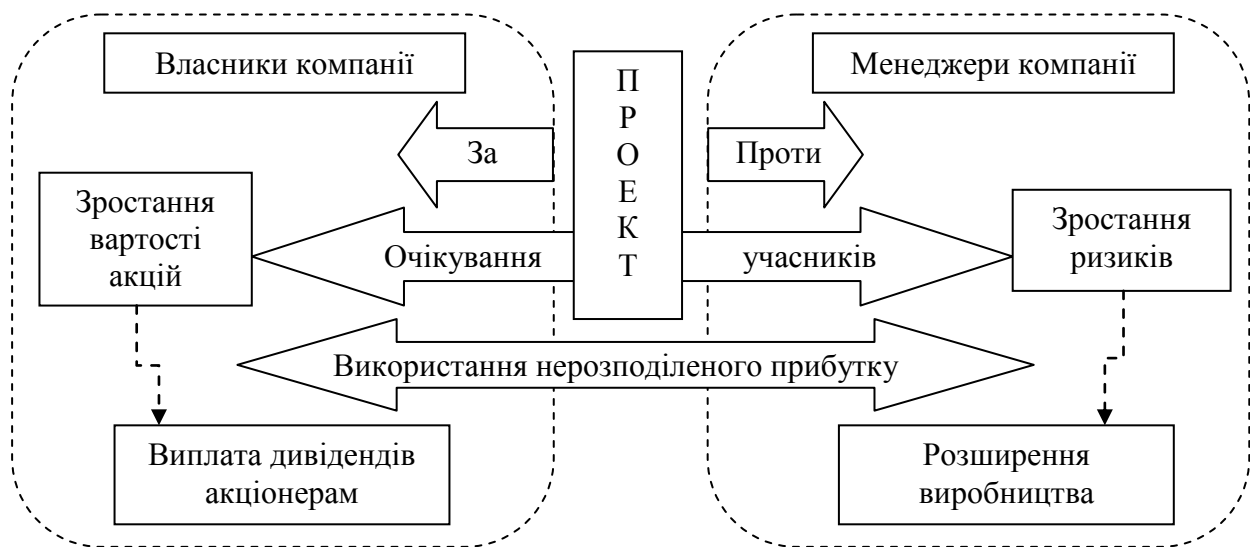


Рисунок 1 – Конфлікт інтересів між власниками та менеджерами фірми

Облік розмаїття інтересів різних сторін при оптимізації структури капіталу також лежить в основі теорії стейкхолдерів.

Стейкхолдери – зацікавлені особи, які представлені внутрішніми і зовнішніми групами впливу, які здатні впливати або зазнавати впливу з боку компанії. Різноманітність інтересів стейкхолдерів, різна оцінка ними допустимого ризику породжують умови для конфлікту їх інтересів, що вносить певні корективи в процес оптимізації фінансової структури капіталу [5].

Поведінкові теорії (теорії відстеження ринку, автономії інвестицій менеджерів, інформаційних каскадів тощо), використовуючи дані численних емпіричних досліджень, намагаються описати те, як у реальній дійсності

відбувається прийняття фінансових рішень щодо формування структури капіталу. Так, відповідно до теорії відстеження ринку, співвідношення боргу і капіталу визначається ринковою динамікою. Таким чином, відстеження ринку та отримання вигоди з поточної недооцінки або переоцінки капіталу визначає структуру капіталу, що й вважається оптимальною стратегією [6].

Теорія автономії інвестицій менеджерів розвиває положення теорії відстеження ринку, встановлюючи зв'язок між рішеннями менеджерів з емісії акцій та їх ринковою ціною. Згідно з даною теорією, менеджери реалізують тільки ті рішення, які за їхніми розрахунками позитивно сприймуть інвесторами і, відповідно, позитивно позначаються на ринковій вартості компанії, коли ринкова вартість акцій компанії і ступінь очікування менеджерів та інвесторів високі, компанія здійснює додаткову емісію акцій, а в протилежній ситуації – випускає боргові інструменти. Зазначені підходи передбачають наявність розвинутого фондового ринку та доступність інформації про нього, наявність достатньої кількості підприємств, акції яких здійснюють вільний обіг та підлягають котируванню.

В основі теорії інформаційних каскадів, запропонованої С. Біхчандані, Д. Хіршляйфером та І. Уелчем, лежить імітаційна поведінка економічних агентів. Дана теорія припускає, що з метою економії витрат і уникнення помилок структура капіталу може формуватися, виходячи не з розрахунків оптимальної структури або залежно від доступних в різні періоди життя компанії джерел фінансування, а запозичується в інших компаній, що мають успішних, авторитетних менеджерів, а також з використанням найбільш популярних методів управління структурою капіталу.

На нашу думку, всі теорії в тій чи іншій мірі беруть до уваги чинники, що визначають фінансову структуру капіталу. Слушним є висновок Є. Брігхема, що жодні теоретичні підходи структури капіталу не дають чіткої відповіді на питання щодо можливості її оптимізації. Це дає підставу стверджувати, що неможливо знайти оптимальну структуру за допомогою лише кількісних моделей, а визначення цільової структури передбачає виявлення впливу

факторів як кількісного, так і якісного характеру [1]. На думку більшості науковців, сукупність даних факторів може бути класифікована за місцем виникнення і характером впливу (рисунок 2).



Рисунок 2 – Фактори, які впливають на фінансову структуру капіталу компанії

В основі типології теорій фінансової структури капіталу повинні лежати, на наш погляд, їх вихідні методологічні принципи. Так, традиційні теорії спираються на методологічні принципи неокласичного підходу: досконалість

ринку і раціональність економічних суб'єктів, в той час як сучасні теорії виходять із недосконалості ринків, асиметрії інформації та нераціональності господарських агентів – методологічних принципів, характерних для інституційного підходу та аналізу економічних процесів.

Висновки. Отже, можемо зробити висновок, що у фінансовій практиці при встановленні оптимальної структури капіталу використовується комбінація різних теоретичних підходів, що враховують мінливість тих чи інших детермінант. Як наголошується в роботах, які узагальнюють результати економетричних досліджень, фінансові менеджери поєднують різні теоретичні моделі, враховуючи мінливість факторів, що визначають фінансову структуру капіталу, і керуючись своїм досвідом та інтуїцією. У сучасних умовах розвитку вітчизняного фінансового ринку необхідно також брати до уваги так звану транзитивну специфіку, яка має значний вплив на формування факторів, що впливають на формування структури капіталу вітчизняних компаній.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Беспалов М. Теоретические подходы к формированию и оптимизации финансовой структуры капитала компании // Финансы: планирование, управление, контроль. – 2010. – №3. – С. 24-30.
2. Бланк, И. А. Управление использованием капитала [Текст] / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр : Эльга, 2000. – 656 с. – ISBN 966-521-257-5.
3. Бланк, И. А. Финансовый менеджмент [Текст] : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр : Эльга, 2006. – 656 с. – ISBN 966-521-257-5.
4. Поливана, Т. М. Формування оптимальної структури капіталу корпорацій: теоретичні підходи та міжнародний досвід [Текст] / Т. М. Поливана // Економіка. Фінанси. Право. – 2008. – № 3. – С. 18-22.
5. Стеценко, Б. Теоретичні підходи до визначення оптимальної структури капіталу акціонерного товариства/ Б. Стеценко //Ринок цінних паперів. Вісник ДКЦПФР. – 2010. – N 5/6. – С. 41-47.

6. Юхименко, П. Теорії оптимізації структури капіталу підприємства та їх адаптація до українських економічних реалій [Текст] / П. Юхименко, О. Загурський, В. Могилко // Банківська справа. – 2010. – № 2/3. – С. 78-86.