

Єфремов А.С.

магістрант,

ВНЗ «Київський університет ринкових відносин»

КОРОТКИЙ ЕКСКУРС В КЛАСИЧНІ ТЕОРІЇ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

Оптимізація структури капіталу є одним із найбільш дискусійних питань фінансового менеджменту серед науковців та практиків. У сучасній науковій літературі дотепер не знайшли єдиного методу оптимізації структури капіталу. Як наслідок, виникає багато питань теоретичного та прикладного характеру щодо оптимізації структури капіталу підприємства як певної сукупності його фінансових ресурсів.

Формування оптимальної структури капіталу полягає у визначенні оптимального співвідношення власного та залученого капіталу, за якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства. Проблема формування структури капіталу постала в центрі уваги ще з середини ХХ сторіччя, особливо після виходу статті Ф. Модільяні та М. Міллера, яка лягла в основу однієї з базових теорій формування структури капіталу [1, с. 261–297]. З того часу активно проводяться дослідження щодо пошуку оптимальної структури капіталу, з'явилися нові напрями теорії структури капіталу.

Найбільш розповсюдженими на сьогоднішній день є 6 основних теорій формування оптимальної структури капіталу (таблиця 1). Однак, поважаючи надзвичайний внесок розробників вищезазначених теорій, потрібно відзначити, що далеко не всі вони будуть корисними для українських підприємств.

Таблиця 1

Основні теорії формування структури капіталу

| № | Теорія | Рік виникнення, основна праця | Засновники | Коротка характеристика |
|----------|---|--|--|--|
| 1 | Базова теорія чистого операційного прибутку | 1952 рік., стаття «Вартість боргу і власного капіталу підприємства: тенденції та проблеми вимірювання» [2, с. 215–262] | Давид Дюран | Ринкова вартість капіталу визначається передусім рівнем чистого операційного прибутку. Рівень заборгованості не впливає на вартість фінансування та ринкову вартість корпорації |
| 2 | Традиційний підхід (традиційна теорія структури капіталу) | 1963 рік., стаття «Перевірка вартості капітальних пропозицій» [3, с. 213–221] | Джей Фреда Уестон, Езри Соломон | Оптимальна структура капіталу досягається при мінімізації середньозваженої вартості капіталу корпорації та максимізації її ринкової вартості. Оптимізація структури капіталу дозволяє збільшити її ринкову вартість та мінімізувати середньозважену вартість капіталу за рахунок збільшення обсягу позикового капіталу, однак, лише до певної межі, після досягнення якої вартість капіталу почне знову зростати |
| 3 | Базова версія теорії Міллера-Модильяні | 1958 рік., стаття «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестицій» [1, с. 261–297] | Мертон Міллер, Франко Енріко Модильяні | Вибір фінансування між власним та позиковим капіталом не впливає на ринкову вартість підприємства та очікуваний прибуток від його акцій. Очікуваний прибуток від акцій збільшується лінійно від співвідношення пасивів та власного капіталу, тобто ефекту леввериджу. |

(Закінчення таблиці 1)

| № | Теорія | Рік виникнення, основна праця | Засновники | Коротка характеристика |
|---|--------------------------|--|-----------------------------------|--|
| 4 | Теорія агентських витрат | 1976 рік., стаття «Теорія підприємства: управлінська поведінка, агентські витрати та структура власності» [4, с. 305–360] | Майклу Дженсену, Уільяму Меклінгу | 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 раціональний баланс між вигодами та витратами боргового навантаження. |
| 5 | Сигнальна теорія | 1977 рік., стаття «Визначення фінансової структури: Заохочувально-сигнальний підхід» [5, с. 23–40] | Стефен Росс | Згідно з теорією саме менеджери володіють достовірною інформацією про перспективи подальшого розвитку підприємства, та зацікавлені в максимізації свого добробуту. Для підприємства оптимальною структурою капіталу є така, в якій переважає власний капітал, оскільки необхідно мати певний запас фінансової міцності, який може бути використаний у випадку термінового залучення позикових коштів |
| 6 | Теорія ієрархій | 1984 рік., стаття «Корпоративне фінансування та інвестиційні рішення, коли підприємства мають інформацію, якої не мають інвестори» [6, с. 187–221] | Стюарт Майерс, Ніколас Мейлаф | Теорія ієрархій передбачає наявність трьох основних джерел фінансування діяльності підприємства: 1) внутрішні джерела фінансування 2) залучення позикового капіталу 3) збільшення власного капіталу |

Джерело: розроблено автором

Однією з основних проблем економіки України є майже повна відсутність ринку цінних паперів, а також припущення багатьох розробників теорій про досконалість ринку капіталу. Ще одним суттєвим недоліком є той факт того, що більшість авторів це явище аналізує лише в межах необхідності забезпечення певного співвідношення власного чи позикового (залученого) капіталу. Зокрема, такої думки певною мірою дотримуються Ф. Модільяні, М Міллер, Д. Дюран, Дж. Вільямсон, І. Бланк, Т. Головка, С. Сагова, В. Подольська, О. Яріш, В. Мельник, І. Котьякалова, С. Майерс, Г. Сілакова, О. Сопіженко, Ю. Хворостян [7–11].

Окремі науковці, такі як, наприклад, Н. Рудик, А. Афанасьєв, В. Ковальов, взагалі звужують об'єкт дослідження цієї проблеми до комбінації цінних паперів чи до визначення правильного співвідношення «фінансової структури» (мобілізованих джерел фінансування) та «структури капіталу» (довгострокових пасивів та власного капіталу) [9, с. 122–126].

В основних теоріях, оптимальну структуру капіталу розглядають переважно виходячи з фінансової точки зору, що значно обмежує та звужує напрями пошуку резервів фінансового зростання підприємства, а пошук оптимальної структури капіталу підприємства має відбуватися з урахуванням нематеріальних активів, зовнішніх та внутрішніх факторів, що впливають на його діяльність.

На сьогодні комплексно не розглядається вплив різноманітних чинників безпосередньо на структуру капіталу підприємства в розрізі саме впливу та співвідношення їх до його фінансових та матеріальних складових. Але для побудови фінансової архітектури підприємства в залежності від підходів вони виступають основними індикаторами фінансового стану підприємства для аналізу його діяльності [12, с. 57–60]. Однак в фінансовій архітектурі підприємства структура капіталу розглядається тільки як один із елементів її складової. А отже, і сам вплив цих чинників безпосередньо не впливає на саму оптимальну структуру капіталу.

Таким чином, виникає необхідність запровадження максимально наближених до практичного використання механізмів оцінки чинників кожного з елементів, що впливає на структури капіталу, з урахуванням змін самого підприємства та чинників, що впливають на нього. І саму

оптимізацію структури капіталу потрібно розглядати дещо ширше, ніж просте управління фінансовими ресурсами підприємства. Капітал варто оптимізувати не лише як грошову масу, але й як отримані за рахунок цих коштів нематеріальні цінності та інтелектуальні здібності працівників підприємства. Також необхідно відзначити відсутність єдиної правильної (ефективної, оптимальної) структури капіталу. Для різних підприємств, в різних сферах та за різних умов функціонування підприємства оптимальна структура матиме свої пропорції.

Список використаних джерел:

1. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment /Franco Modigliani, Merton H. Miller // The American Economic Review. Vol. 48. № 3. 1958. P. 261–297.
2. Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / David Durand // Conference on Research in Business Finance. 1952. National Bureau of Economic Research. NBER, 1952. P. 215–262.
3. Solomon E. Economic Growth and Common Stock Values / Ezra Solomon // Journal of Business. 1955. Vol. 28. № 2. P. 213–221.
4. Jensen M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / Michael C. Jensen, William H. Meckling // The Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. № 4. P. 305–360.
5. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach / Stephen A. Ross // The Bell Journal of Economics. 1977. Vol. 8. № 1. P. 23–40.
6. Myers S. C. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have / Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf // The Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. № 3. P. 187–221.
7. Чемчикаленко Р., Коваль Е. Особливості формування оптимальної структури капіталу підприємства // Глобальні та національні проблеми економіки. 2018. Випуск 22. С. 855–859.
8. Заліско О. Ретроспективний аналіз наукових концепцій структури капіталу ТНК // Актуальні проблеми міжнародних відносин. 2015. Вип. 124. С. 141–155.
9. Мельник В., Котькалова І. Концептуальні напрямки оптимізації структури капіталу// Наукові праці НДФІ. 2010. № 1(50). С. 121–130.
10. Сілакова Г., Сопіженко О. Оптимізація структури капіталу підприємства на основі використання теоретико-ігрового підходу // Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу. 2013. № 4(24). С. 114–119.
11. Хворостян Ю. Оптимізація структури капіталу підприємства // Управління розвитком. 2014. № 10(173). С. 100–102.
12. Душак М. Науково-методичні засади формування фінансової архітектури підприємств : дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». Суми, 2020. С. 57–60.