

8. *Шегда А. В.* Менеджмент: Підручник. — К.: Знання, 2004. — 687 с.
9. *Герасимчук В.* Управление предприятием как социально-экономической системой: функциональный подход // Экономика Украины. — 2003. — № 4. — С. 12—18.
10. *Валуєв Ю.* Принципи і методи побудови і розвитку системи управління підприємством: проблеми стабільності та змін // Економіст. — 2006. — № 11. — С. 62—67.
11. *Раєвнева О. В.* Управління розвитком підприємства: методологія, механізми, моделі: Монографія. — Х.: ВД «ІНЖЕК», 2006. — 496 с.
12. *Егоренко Д. В.* Развитие принципов хозяйственного расчета // Економіка. Менеджмент. Підприємництво. — 2002. — № 7. — С. 197—202.
13. *Боркова Н. В.* Принципи управлінської діяльності// Зб. наук. статей «Управління розвитком». — Харків: ХНЕУ, 2006. — № 7. — С. 26—28.
14. *Смирнов Э. А.* Теория организации: Учебное пособие. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 248 с.
15. *Смолкин А. М.* Менеджмент: основы организации: Учебник. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 248 с.
16. *Шевцова Г. З., Мемедяєв З. Н.* Теорія і практика інноваційної діяльності: Навч. посібник. — Луганськ: СЛУ ім. В. Даля, 2007. — 264 с.

Стаття надійшла до редакції 13.03.2008

УДК 65.016.2

Н. В. Шевчук, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ «київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

СИСТЕМАТИЗАЦІЯ ТЕОРІЙ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

АНОТАЦІЯ. Зроблено спробу систематизувати теорії структури капіталу та наведено аргументацію даного процесу. Критично проаналізовані основні теоретичні моделі структури капіталу з точки зору їх практичного використання та подальшого розвитку.

В економічній науці поняття «структура капіталу» має неоднозначний дискусійний характер і тому потребує чіткого тлумачення. Класичне визначення трактується наступним чином: структура капіталу — це комбінація цінних паперів корпорації. В сучасній економічній літературі у найзагальнішому вигляді зарубіжні та вітчизняні вчені-економісти це поняття трактують як співвідношення власного і позикового капіталу підприємства.

Водночас у поняття власного та позикового капіталу вкладається різний конкретний зміст. Первісно поняття «структура капіталу» розглядалося виключно як співвідношення власного статутного і довгострокового позикового капіталу. Виходячи з такого трактування змісту цього терміна, майже всі класичні теорії структури капіталу будуються на дослідженні співвідношення частки акцій, які емітує підприємство (власного капіталу), та облігацій (позикового капіталу).

На нинішньому етапі більшість учених-економістів вважає, що поняття «структура капіталу» має враховувати всі види як власного, так і позикового капіталу підприємства, що значно розширює межі практичного застосування цієї категорії. Однак слід враховувати, що класичні моделі цієї концепції та механізми управління структурою капіталу побудовані на первісному визначенні структури капіталу. Як саме розширення змістового наповнення даного терміна впливає на основні пропорції та закономірності, пов'язані з пошуком оптимальної структури капіталу будуть досліджені в даній науковій статті

Теорія структури капіталу виходить із твердження, що ціна фірми V (оцінка всіх активів і всього капіталу) складається з теперішньої ринкової оцінки власного капіталу — S (теперішньої оцінки (PV) майбутніх грошових надходжень власників власного капіталу) і теперішньої ринкової оцінки позикового капіталу — D (PV майбутніх надходжень власників позикового капіталу): $V = S + D$.

Оскільки балансові оцінки власників капіталу часто не відбивають дійсної величини капіталу, то використовувати їх у процесі прийняття рішень щодо структури капіталу некоректно. Пошук такого співвідношення — проблема, яку намагається розв'язувати теорія структури капіталу.

Теорія структури капіталу ґрунтується на порівнянні витрат на залучення власного і позикового капіталу та аналізі впливу різних комбінованих варіантів фінансування на його ринкову оцінку. Теперішня ринкова оцінка (активу, проекту або всього бізнесу) визначається як сума дисконтованих чистих потоків. У теорії структури капіталу розглядаються такі питання:

- чи впливає структура капіталу на його теперішню вартість?
- які елементи капіталу задіяні і в якій пропорції?
- якщо пропорції між елементами капіталу важливі (насамперед співвідношення власного і позикового капіталу), то яка пропорція забезпечить максимум теперішньої вартості вкладеного капіталу в окремий актив, проект або корпорацію в цілому?

Теперішня вартісна величина капіталу визначається за такою формулою:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}.$$

де CF_t — грошові потоки; k — дисконтна ставка; t — тривалість інвестиційного періоду.

Очевидно, що комбінація елементів капіталу не вплине на прогнозовані на весь капітал грошові потоки CF_t , що визначаються попитом на продукцію, яка випускається, ефектом операційного важеля і т. ін. Комбінація елементів капіталу може відбитися на значенні середньої вартості капіталу. Теорія структури капіталу розглядає саме цей вплив. Для обґрунтування оптимальної структури капіталу використовуються різні моделі, які можна класифікувати наступним чином (рис. 1).

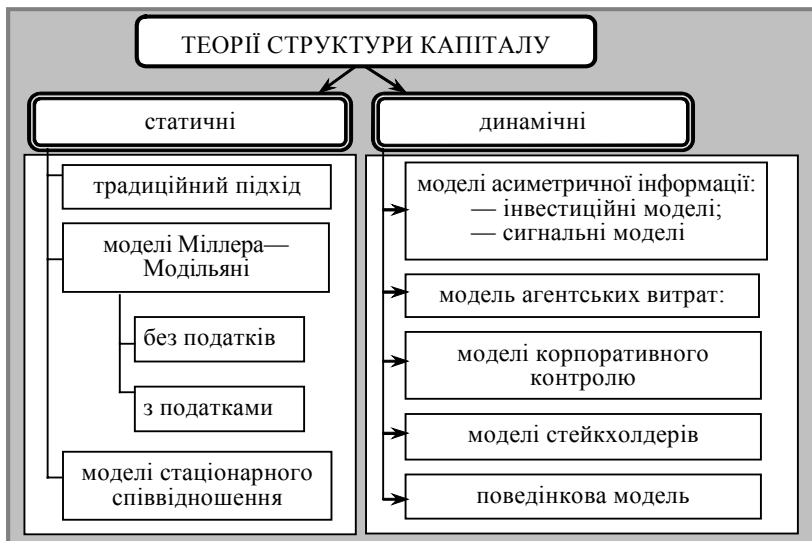


Рис. 1. Систематизація теорій структури капіталу

Статичні моделі. До 1958 р. в теорії структури капіталу був поширений підхід, який ґрунтувався на аналізі фінансових рішень. Практика свідчила, що зі зростанням до певного рівня частки позикового капіталу вартість власного капіталу не змінювалася, а потім збільшувалася наростаючими темпами. Вартість позикового капіталу, незалежно від його величини, є нижчою за вартість власного капіталу: $k_d < k_s$. У разі незначного збільшення частки

позикових коштів вартість позикового капіталу залишається незмінною і навіть може знижуватися (позитивна оцінка підприємства приваблює інвесторів, і більша величина позики може коштувати дешевше) (рис. 2), а починаючи з деякого рівня D^*/V (V — поточна оцінка всього капіталу) вартість позикового капіталу зростає зі збільшенням рівня доходності, якого вимагають власники позикового капіталу.

З урахуванням того, що середньозважена вартість капіталу визначається на основі вартостей власного та позикового капіталів, а також їх часток у загальній структурі капіталу ($WACC = k_d D/V + k_s \cdot (V - D)/V$), то зі збільшенням позикового капіталу з нижчою вартістю середньозважена вартість WACC до певного рівня D^* знижуватиметься, а потім зі збільшенням вартості позикового капіталу зростатиме. Зміну вартості капіталу за умови збільшення коефіцієнта заборгованості наведено на рис. 2.

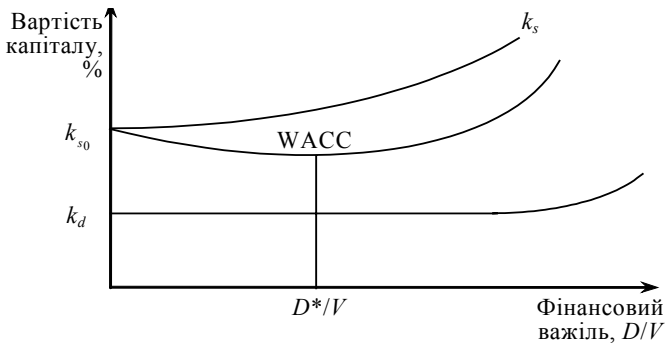


Рис. 2. Вплив фінансового важеля на вартість капіталу в традиційному підході

Отже, традиційний підхід передбачає, що підприємство, яке залучає позиковий капітал (до певного рівня), оцінюється ринком вище, ніж фірма без позикових коштів і довгострокового фінансування.

До 1958 р. теорія структури капіталу складалася переважно з розпливчастих тверджень відносно поведінки інвесторів, на відміну від ретельно побудованих моделей, які можна було б перевірити формальними та статистичними дослідженнями. Франко Модільяні і Мертон Міллер у своїх працях, які являли собою серію статей із проблем фінансування, розглянули питання структури капіталу за науковими принципами, заклали основи низки досліджень, які тривають і нині (рис. 3).

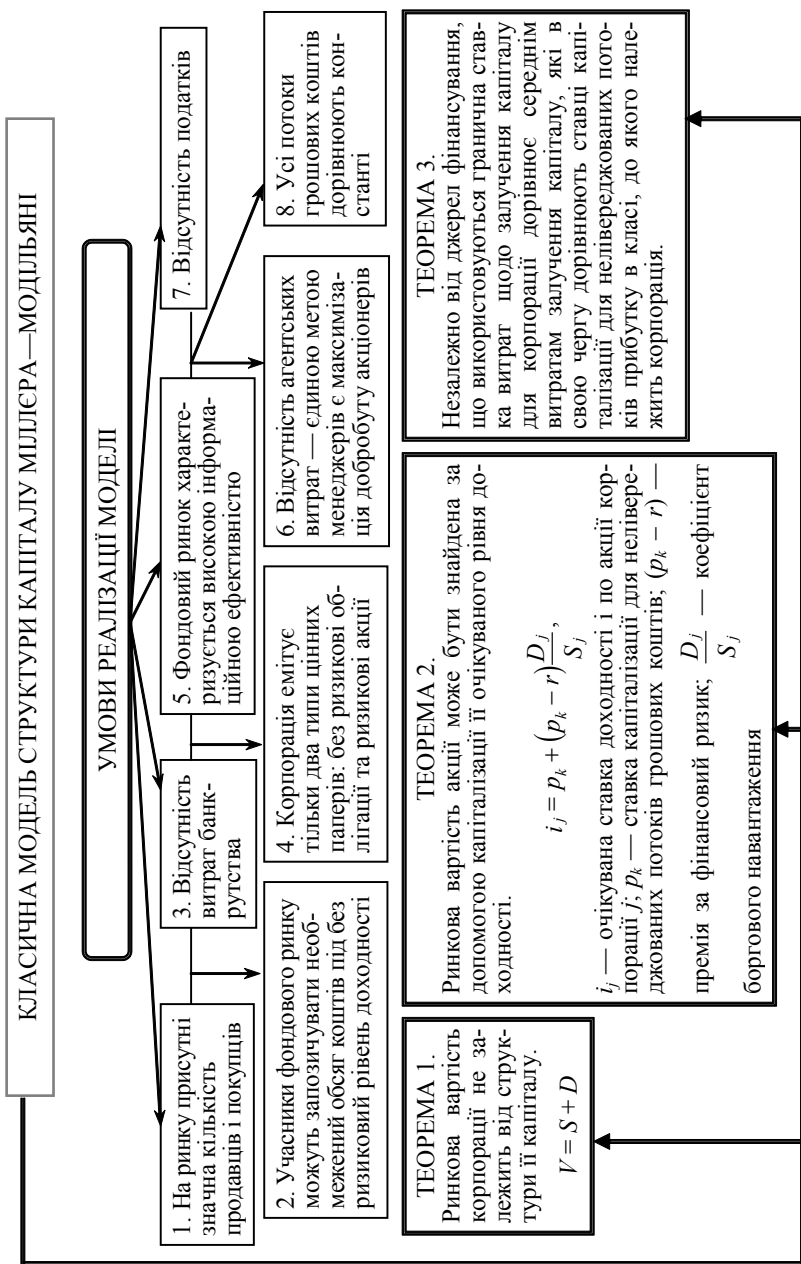


Рис. 3. Основні положення моделі Міллера—Модільяні

Основним висновком даної моделі є те, що на досконалому фондовому ринку вибір джерел фінансування не впливає на вартість корпорації. Однак умови реалізації моделі Міллера-Модільяні на практиці не виконуються, і крім того самі теореми дають недостатньо безпосередню апроксимацію реальних процесів.

Наступним етапом розвитку теорій структури капіталу є моделі стаціонарного співвідношення на основі яких оптимальність структури капіталу визначається співвідношенням вигід від податкового щита (можливості включення плати за позиковий капітал у собівартість) і збитків від можливого банкрутства.

Уведення в розгляд витрат на організацію додаткового залучення позикового капіталу і витрат можливого банкрутства при великому фінансовому важелі змінює поведінку кривих вартості капіталу за умови збільшення позикового фінансування. Зі збільшенням фінансового важеля вартість позикового та акціонерного капіталу зростають (рис. 4). Крива середньозваженої вартості капіталу WACC не має явно вираженого мінімуму, але через відмінності у зростанні вартостей акціонерного і позикового капіталів є відрізок низьких значень WACC.



Рис. 4. Збільшення витрат власного капіталу в результаті виникнення витрат банкрутства

За умови наближення заборгованості до 100 % через різке зростання вартості акціонерного капіталу, яке зумовлене витратами банкрутства, вартість капіталу фірми максимізується. Оптималь-

на структура капіталу фірми досягається за низького фінансового важеля, коли вартість позикового капіталу зростає повільно, що знижує вартість WACC, але при цьому це не єдине конкретне значення фінансового важеля D/V , а деякий інтервал його значень, що дає фінансовому менеджеру фірми у процесі формування фінансових джерел певний діапазон вибору. Ціна фірми за компромісного підходу перевищує її ринкову оцінку з нульовим фінансовим важелем на величину економії податку на прибуток за винятком витрат банкрутства (якщо брати до уваги різночасність чистих грошових потоків, то це перевищення дорівнюватиме різниці між теперішньою вартістю (PV) економії на податкових платежах за розрахунковий період і теперішньою вартістю (PV) витрат банкрутства (рис. 5).

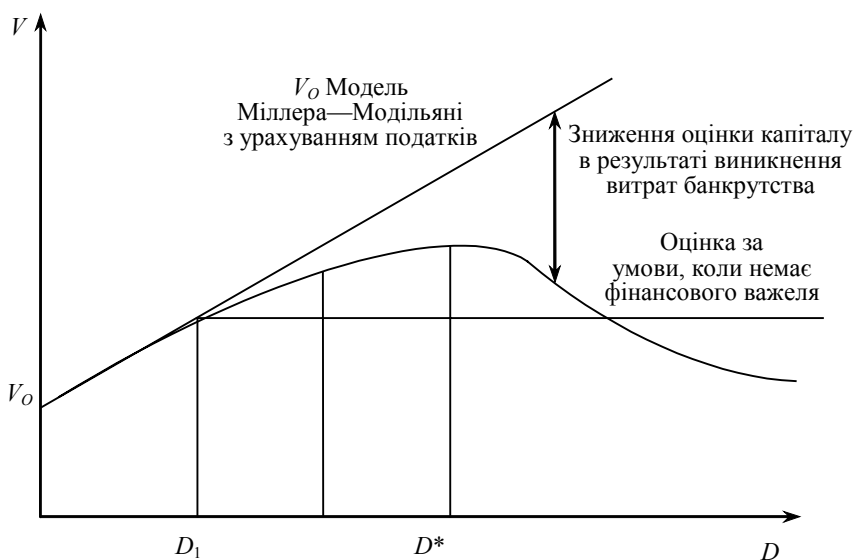


Рис. 5. Порівняння моделі Міллера—Модільяні з урахуванням податків і комплексного підходу до оцінки капіталу

На рис. 5 D_1/V — рівень фінансового важеля, на якому витрати банкрутства матеріалізуються в грошовій формі; D^*/V — оптимальна структура капіталу, при цьому значенні фінансового важеля граничні податкові вигоди дорівнюють граничним витратам банкрутства. Основні висновки щодо статичних моделей представлені на рис. 6.

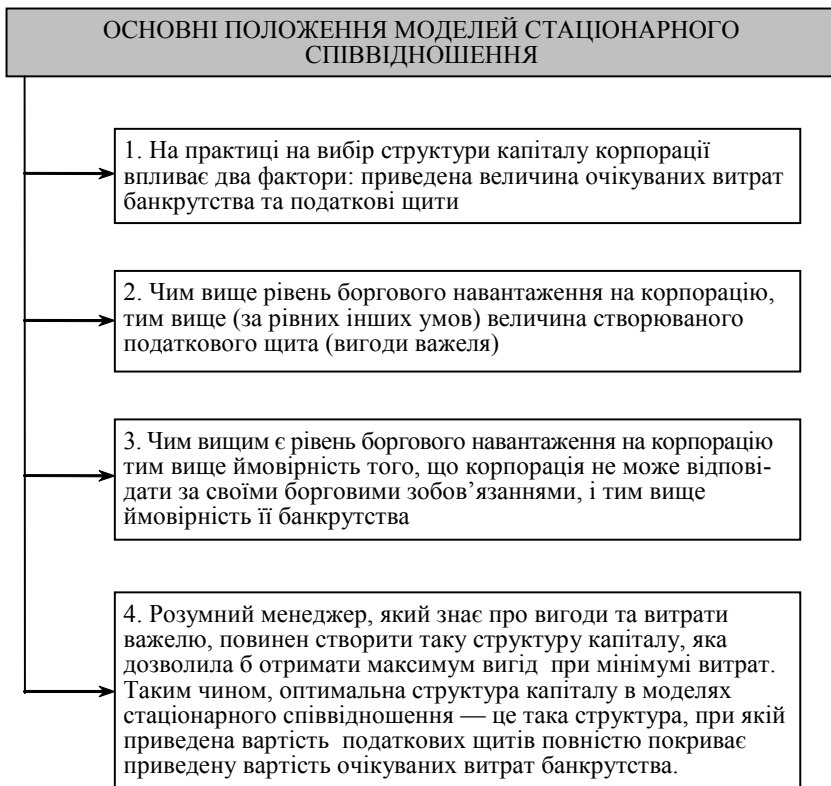


Рис. 6. Основні положення моделі стаціонарного співвідношення

Динамічні моделі враховують постійний потік інформації, яку одержує ринок щодо даної корпорації. Розглядається більша кількість інструментів прийняття рішень. На основі наявної інформації менеджери встановлюють цільову структуру капіталу, але це рішення не завжди забезпечує максимізацію ринкової оцінки компанії. Більше того, управління джерелами фінансування не зводиться до встановлення цільової структури капіталу, тому що включає вибір між короткостроковими і довгостроковими джерелами і управління власними джерелами (прийняття рішень за структурою власного капіталу). Основними теоріями в рамках динамічного підходу є моделі асиметричної інформації, моделі агентських витрат, моделі корпоративного контролю, моделі стейкхолдерів. Основні висновки цих моделей представлені на рис. 7.



Рис. 7. Змістовні положення основних динамічних моделей 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.*

Якщо проаналізувати результати емпіричних досліджень, то можна зазначити, що висновки основних теорій структури капіталу не відповідають реальній фінансовій практиці корпорацій. Компанії не намагаються підтримувати оптимальний баланс між борговим та акціонерним капіталом. Також менеджери не сліднують жорсткому ієрархічному порядку залучення зовнішнього капіталу. Однак беззаперечним залишається той факт, що компанії у будь-який спосіб намагаються мінімізувати вартість зовнішнього капіталу і варіюють між акціонерним та борговим капіталом, а також між різними видами боргового капіталу в залежності від їх відносної вартості.

Література

Лукашов В.А. Эмпирические корпоративные финансы и капитальная структура компании // Управление корпоративными финансами. — 2004. — № 3. — С. 28 — 45.

Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. — М.: ГУ ВШЭ, 2000. — 504 с.

Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В. Управління капіталом підприємства. — К.: КНЕУ, 2007. — С. 62 — 103.

Стаття надійшла до редакції

УДК 658.347.23

Л. А. Шергіна, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

ПІДХОДИ ДО ЗАПОБІГАННЯ БІЗНЕС-КОНФЛІКТІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ

АНОТАЦІЯ. Розглядається питання існування корпоративних конфліктів: причини, види, способи рейдерських атак. Визначено роль конкурентної розвідки у запобіганні рейдерській атаці.