

*Черненко Д.Д.,*

*аспірант кафедри корпоративних фінансів і контролінгу*

*ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»*

### **Фінансовий підхід до структури капіталу**

Структура капіталу протягом багатьох років залишається одним з найбільш обговорюваних питань у фінансовій науці [5]. Тим не менше, у вітчизняній літературі як саме поняття структури капіталу, так і відповідний йому теоретичний доробок були запозичені суто формально. Зокрема, у вітчизняній літературі домінує спрощене бухгалтерське розуміння процесу управління (оптимізації) структури капіталу, на відміну від науково обґрунтованого фінансового підходу, що бере свій початок від теореми Міллера-Модільяні.

Бухгалтерський та фінансовий підходи є не просто ознакою окремої складової менеджменту, а пронизують його в цілому, утворюючи відповідну аналітичну парадигму. Зокрема, І. Івашковська, аналізуючи менеджмент російських компаній, відзначила домінування бухгалтерської культури аналізу, що є радикально відмінною від фінансової [4]. В подальшому вона конкретизувала свої висновки, застосовуючи їх до різних складових фінансового менеджменту, зокрема і до управління структурою капіталу [3]. Дані висновки повністю відповідають не тільки російській практиці, а й практиці будь-якої іншої пострадянської країни, включаючи Україну. Тим не менше, у вітчизняній літературі практично не відображено фінансовий підхід.

Фінансовий підхід (або фінансове розуміння процесу управління) можна вважати однією з ключових доступних підприємствам інновацій [1], що можуть значно підвищити ефективність їх діяльності. Даний підхід містить кілька ключових складових. Центральним елементом фінансового підходу є обраний критерій оптимізації – він означає вибір максимізації вартості фірми, а не максимізації її прибутку/прибутковості. Зокрема Міллер і Модільяні у своїй класичній праці однозначно вказують, що ґрунтуючись на критерії

рентабельності неможливо врахувати ризик: «... кожному рішенню фірми відповідає цілий спектр можливих і виключаючих одне одного значень прибутку, з якими неможливо нічого зробити, окрім як зіставити певний суб'єктивний розподіл ймовірностей. Іншими словами, прибуток стає випадковою змінною, а її максимізація втрачає чіткий операційний сенс» [2]. Відповідно, в задачі оптимізації структури капіталу неможливо орієнтуватися на критерій рентабельності [5].

Фінансовий та бухгалтерський підходи спираються на специфічне розуміння завдання оптимізації, та відповідні йому методики аналізу. Бухгалтерський підхід заснований на бухгалтерських даних, та зводиться відповідно до їх аналізу з використанням традиційних методик, зокрема аналізу фінансових коефіцієнтів, факторного аналізу прибутку (зазвичай, це факторний аналіз прибутку на власний капітал методом Дюпон), аналізу ефекту фінансового важелю, та EBIT-EPS аналізу. В рамках бухгалтерського підходу оптимізація структури капіталу може бути зведена до розрахунку набору фінансових коефіцієнтів та/або аналізу за однією із зазначених методик. Хоча такий підхід може бути корисним в окремих випадках, він не дає повної картини структури капіталу.

Хибність бухгалтерського розуміння пов'язана з тим, що основні фактори структури капіталу не відображено у бухгалтерській звітності. Теорема Міллера-Модільяні [2] вказує на ці фундаментальні чинники, через які структура капіталу стає релевантною: податки, витрати банкрутства, асиметрія інформації, агентські витрати, і трансакційні витрати. З усього перерахованого прямо прорахувати можливо лише податкові вигоди, однак навіть це може виявитися непростим завданням (через існування численних боргових податкових щитів) [5].

Бухгалтерські методики, навпаки, за своєю суттю, є різними способами аналізу еластичності рентабельності по структурі капіталу. Вони засновані на припущенні про фірму як «чорний ящик» (неокласична теорія фірми), дані якої доступні з бухгалтерської звітності. Вони мають суттєвий недолік: залежність рентабельності та структури капіталу є більш складною (нелінійною, пов'язаною з

альтернативними витратами, ризиком і невизначеністю), а також двосторонньої (не тільки структура впливає на рентабельність, але і рентабельність на структуру).

**Висновки.** У бухгалтерському підході завдання оптимізації структури капіталу є відносно простим, і може бути зведене до використання однієї або декількох добре відомих методик. На відміну від цього, у фінансовому підході оптимізація виявляється неординарною задачею, що пов'язана з врахуванням численних факторів, більшість з яких відомими лише приблизно, або невідомими взагалі (досліднику або менеджеру). Більше цього, дані фактори є взаємопов'язаними в одних аспектах, та протилежними і інших. Тим не менше, фінансовий підхід є комплексним, та на відміну від бухгалтерського спирається на міцне наукове обґрунтування.

#### **Список використаних джерел:**

1. Damodaran A. Financing innovations and capital structure choices / A. Damodaran // Journal of Applied Corporate Finance. – 1999. – Vol. 12. – №. 1. – P. 28-39.
2. Modigliani F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment / F. Modigliani, M. H. Miller // The American economic review. – 1958. – Vol. 48. – №. 3. – P. 261-297.
3. Ивашковская И. В. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании / И. В. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – Т. 42. – №. 11. – С. 18-21.
4. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту / И. В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. – 2004. – Т. 2. – №. 4. – С. 113-132.
5. Черненко Д. Концепция структуры капитала в современной теории финансов / Д. Д. Черненко // Бизнес Информ. – 2016. – №4. – С. 232-238.