

## КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

## CONCEPTUAL FRAMEWORKS FOR ENTERPRISE COST OF CAPITAL FORMATION

**Супрун С.Д.**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економіки та міжнародних відносин,  
Вінницький торговельно-економічний інститут  
Київського національного торговельно-економічного університету

**Suprun Svitlana**

PhD (Economic sciences),  
associate professor of the Department of economics and international relations,  
Vinnytsia Institute of Trade and Economics of KNUTE

*Досліджено особливості формування капіталу підприємства та основні критерії його вартісної оцінки. Відзначено, що в сучасних умовах господарювання управління фінансовими ресурсами підприємства являє собою сукупність цілеспрямованих методів, операцій, важелів, прийомів впливу на різноманітні види фінансів для досягнення певного результату. Зауважено, що оптимальна структура капіталу підприємства являє собою співвідношення використання власних і залучених фінансових ресурсів (капіталу), за якого забезпечується максимізація ринкової вартості підприємства та мінімізується вартість залученого капіталу. Досягнення оптимальної структури капіталу можливе завдяки реалізації основних функцій управління капіталом, суть яких полягає в ефективному формуванні та використанні власних та залучених фінансових ресурсів. Стверджується, що оптимізація структури капіталу підприємства є одним із важливих критеріїв забезпечення його фінансового благополуччя й ефективного управління.*

**Ключові слова:** капітал підприємства, оптимізація структури капіталу підприємства, процес управління підприємством, вартісна оцінка капіталу підприємства.

*Исследованы особенности формирования капитала предприятия и основные критерии его стоимостной оценки. Отмечено, что в современных условиях хозяйствования управление финансовыми ресурсами предприятия представляет собой совокупность целенаправленных методов, операций, рычагов, приемов воздействия на различные виды финансов для достижения определенного результата. Отмечено, что оптимальная структура капитала предприятия представляет собой соотношение использования собственных и привлеченных финансовых ресурсов (капитала), при котором обеспечивается максимизация рыночной стоимости предприятия и минимизируется стоимость привлеченного капитала. Достижение оптимальной структуры капитала возможно благодаря реализации основных функций управления капиталом, суть которых заключается в эффективном формировании и использовании собственных и привлеченных финансовых ресурсов. Утверждается, что оптимизация структуры капитала предприятия является одним из важных критериев обеспечения его финансового благополучия и эффективного управления.*

**Ключевые слова:** капитал предприятия, оптимизация структуры капитала предприятия, процесс управления предприятием, стоимостная оценка капитала предприятия.

*The features of the formation of capital of the enterprise and the main criteria for its valuation are investigated. It is noted that in modern conditions of managing the financial resources of the enterprise is a combination of targeted methods, operations, levers, techniques for influencing various types of finances to achieve a certain result. It is noted that the optimal capital structure of the enterprise is the ratio of use of own and attracted financial resources (capital), which ensures maximization of the market value of the enterprise and minimizes the value of attracted capital. Achieving the optimal capital structure is possible through the implementation of the basic functions of capital management, the essence of which is the effective formation and use of own and attracted financial resources. It is argued that the optimization of the capital structure of the enterprise is the only important criterion for ensuring its financial well-being and effective management. It is argued that ensuring the most efficient use of capital in the course*

*of an enterprise's business activities is achieved by maximizing the return on equity at a reasonable level of financial risk. The capital structure of an enterprise determines not only financial but also operational and investment activity, as well as a system of indicators of financial stability and solvency. Ensuring the most efficient use of capital in the course of business activity of the enterprise is achieved by maximizing the rate of return on equity at a reasonable level of financial risk. The capital structure of an enterprise determines not only financial but also operational and investment activity, as well as a system of indicators of financial stability and solvency. Optimization of the capital structure is an important stage of enterprise capital management, which is to determine such a relationship between the value of the enterprise's equity and the value of borrowed funds (on the basis of their future return), at which maximum efficiency is achieved. The main purpose in this case is to minimize the costs of attracting long-term sources of financing and, therefore, to provide the owners of capital with the maximum market valuation of their investments.*

**Key words:** *enterprise capital, optimization of the enterprise capital structure, enterprise management process, cost estimation of enterprise capital.*

**Постановка проблеми** у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Досягнення стратегічних цілей сучасного підприємства значною мірою залежить від управління вартістю його капіталу. Саме фінансові ресурси (капітал) підприємства становлять грошові кошти, які знаходяться у його розпорядженні та призначені для задоволення потреб інвестування. Залежність підприємств від обсягу фінансового капіталу та його структури визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників. Окрім того, вибрана структура капіталу впливає на його вартість та рівень фінансового ризику.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій**, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спирається автор. Дослідженню основних теоретичних категорій управління вартістю капіталу підприємств присвячено праці вчених-економістів Г.В. Анзіна, І.О. Бланка, Р.С. Квасницької, Г.А. Семенової, І.П. Панасюк, Л.М. Шаблістої, І.П. Шиндирука, О.Д. Щербаня та ін. Проте за всієї значимості проведених наукових досліджень окремі питання управління вартістю капіталу підприємства потребують подальшого розвитку. Існує об'єктивна необхідність обґрунтування концептуальної основи оцінки вартості капіталу підприємства на основі системного підходу, що зумовлює актуальність вибраної теми та її цільову спрямованість.

**Формулювання цілей статті (постановка завдання).** Головною метою статті є визначення концептуальних основ формування вартості капіталу підприємства та його оцінки.

**Виклад основного матеріалу дослідження** з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. У сучасних умовах господарювання капітал підприємства є головною економічною базою його створення та розвитку. Крім того, у процесі свого функціонування капітал забезпечує інтереси держави, власників та персоналу підприємства, а також характеризується не тільки своєю багатоаспектною сутністю, а й багатогранністю образів у всіх своїх проявах.

Аналіз наукових публікацій дає змогу конкретизувати сутність економічної категорії та змісту системи управління капіталом підприємства [1–13].

Науковим підґрунтям визначення економічної сутності капіталу підприємства є аналіз розвитку поглядів на категорію «капітал підприємства». Оскільки капітал підприємства має різну елементну структуру, нині існують два протилежних погляди. З одного боку, економісти трактують капітал як сукупність матеріальних цінностей, а з іншого – як вартість, що авансується, і придбання факторів виробництва. Розуміння сутності капіталу підприємства дає можливість ефективного обґрунтування політики управління капіталом підприємства, а також визначення способів оцінки його вартості.

Основна мета формування капіталу підприємства передбачає задоволення потреб у придбанні необхідних активів та оптимізацію його структури для забезпечення умов ефективного його використання. Так, прибутком є найважливішим якісним показником діяльності підприємства, адже від розміру прибутку залежать формування власних обігових коштів, фінансування капітальних вкладень тощо.

Існують чотири теоретичні концепції структури капіталу підприємства, які розглянемо нижче та в основу яких покладено різні підходи до можливості оптимізації структури капіталу підприємства.

Перша традиційна концепція структури капіталу базується на тому твердженні, що вартість власного капіталу підприємства завжди є вищою, ніж вартість позикового капіталу. А механізм оптимізації структури капіталу за даної концепції полягає у тому, що підвищення питомої ваги позикового капіталу сприяє зниженню показника середньозваженої вартості капіталу підприємства, тому підвищується ринкова вартість підприємства. Зазначена традиційна модель має низку недоліків, оскільки максимізація позикового капіталу в господарській діяльності підприємства може призвести до втрати фінансової стійкості. Наступна концепція індиферентності, авторами якої є Франко Модільяні і Мертон Міллер, передбачає, що ринкова вартість підприємства, а відповідно, і середньозважена вартість його капіталу, не залежить від структури капіталу. У подальших своїх дослідженнях автори цієї концепції визнали помилковість своїх тверджень. Вони модифікували

теорію структури капіталу, обґрунтувавши компромісну концепцію, відповідно до якої структура капіталу формується під впливом чинників, серед яких – урахування фактора оподаткування прибутку, що істотно впливає на формування вартості окремих елементів капіталу та його структуру, урахування ризику банкрутства через недосконалу структуру капіталу підприємства.

Концепція протиріччя інтересів формування капіталу підприємства ґрунтується на теорії асиметричної інформації, сигнальній теорії, теорії моніторингових витрат. Теорія асиметричної інформації базується на припущенні, що реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам про перспективи розвитку підприємства (керівники підприємства володіють більш достовірною інформацією, ніж інвестори чи кредитори).

В основі сигнальної теорії лежить припущення, що ринок капіталу посиляє інвесторам та кредиторам відповідні сигнали про перспективи розвитку підприємства на підставі поведінки керівників підприємства, а теорія моніторингових витрат базується на різних інтересах та рівнях інформованості як власників, так і кредиторів. Останні прагнуть контролювати ефективність використання наданого капіталу для забезпечення його повернення, а витрати при цьому включаються у процентну ставку, яку сплачує підприємство. Зі збільшенням частки позикового капіталу зростає середньозважена вартість капіталу і, відповідно, знижується ринкова вартість підприємства [9; 11–13].

Альтернативна теорія пошуку оптимальної структури капіталу підприємства базується на теорії ієрархії та не передбачає чітко визначеного співвідношення позикових коштів і власного капіталу. Теорія є спробою описати реальну поведінку керівників (власників) підприємств у вирішенні питань фінансування і не є науковим обґрунтуванням вибору структури капіталу, яка б могла максимізувати ринкову вартість підприємства.

З урахуванням зазначених розглянутих вище концепцій можна визначити основні критерії оптимізації структури капіталу підприємства: забезпечення оптимального рівня доходності та ризику; забезпечення мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства; максимізація ринкової вартості підприємства. Використовуючи фінансові ресурси (капітал) з різних джерел, керівництво підприємств намагається оптимізувати структуру капіталу для зменшення середньозваженої вартості капіталу, яка є найголовнішим критерієм оцінки ефективності формування капіталу підприємства. Процес оптимізації структури капіталу підприємства за критерієм мінімізації середньозваженої вартості капіталу базується на попередній оцінці власного та позикового капіталів з урахуванням різних умов його залучення і здійснення його багатоваріантних розрахунків.

Таким чином, оптимальна структура капіталу підприємства являє собою співвідношення використання власних і залучених фінансових ресурсів (капіталу), за якого забезпечується максимізація ринкової вартості підприємства та мінімізується вартість залученого капіталу. Досягнення оптимальної структури капіталу можливе завдяки реалізації основних функцій управління капіталом, суть яких полягає в ефективному формуванні та використанні власних та залучених фінансових ресурсів. Капітал підприємства є його економічною основою для здійснення господарської діяльності на принципах самофінансування. Зростання обсягів діяльності підприємства, виконання намічених завдань його функціонування забезпечують збільшення капіталу та закріплення фінансового становища за рахунок зростання прибутку від господарської діяльності. Забезпечення найбільш ефективного використання капіталу в процесі функціонування підприємства досягається шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу за доцільного для даного суб'єкта господарювання рівня фінансового ризику. Тут варто зауважити, що структура капіталу підприємства визначає не тільки фінансове, а й операційну та інвестиційну діяльність, а також систему показників фінансової стійкості та платоспроможності.

Структура капіталу відіграє визначальну роль у формуванні ринкової вартості підприємства, і цей зв'язок опосередковується показником середньозваженої вартості капіталу. Зважаючи на це, концепцію структури капіталу досліджують разом із концепціями вартості капіталу та ринкової вартості підприємства.

Дослідження [1; 5; 7; 10] показали, що різні підприємства мають і різну здатність створювати вартість. Насамперед це залежить від розмірів підприємства, обсягів його діяльності, а також якості управління підприємством. Для того щоб визначити загальну вартість капіталу підприємства, необхідно, насамперед, оцінити величину кожного його складового елемента. Так, зокрема, вартість власного капіталу являє собою плату підприємства (у грошовому вимірі) за залучення коштів або втрати через альтернативне невикористання.

Для визначення вартості акціонерного капіталу на основі моделі оцінки капітальних активів (МОКА) спочатку визначають безризикову ставку доходу та прогнозують значення коефіцієнта  $\beta$  для підприємства. Даний коефіцієнт відображає рівень ризику певного підприємства відносно середньоринкового, оцінюється на основі даних за минулі роки, при цьому береться до уваги майбутній ризик, оскільки він може значно відрізнитися від ризику в минулому періоді. Безризикова процентна ставка обчислюється на основі процентних ставок за державними борговими зобов'язаннями. Здебільшого базою для розрахунку такої ставки є процентні ставки

за довгостроковими державними цінними паперами. Для оцінки очікуваної середньоринкової дохідності використовується інформація щодо дохідності ринкового портфеля за минулі періоди з подальшою оцінкою очікуваної в майбутньому середньоринкової дохідності, а ринковим портфелем тут виступає сукупність акцій, які входять до бази фондового індексу. Ця модель була розроблена для забезпечення механізму, за допомогою якого інвестори можуть оцінювати вплив інвестицій у передбачувані цінні папери на ризик і прибутковість їхнього інвестиційного портфеля.

Середньозважена вартість капіталу (WACC) визначає середньозважену ціну кожної грошової одиниці капіталу, а також середньозважену ціну кожної нової грошової одиниці приросту капіталу у разі збільшення капіталу підприємства. Основна проблема під час розрахунку середньозваженої вартості капіталу полягає у тому, на якій базі визначати питому вагу кожного елемента (виходячи з ринкової чи бухгалтерської вартості кожного складника капіталу). Тут зауважимо, що в інвестиційному аналізі однозначно рекомендується користуватися ринковою вартістю. Оскільки джерелом коштів для існування та подальшого розвитку будь-якого підприємства є капітал, підвищується значення системи регулювання структури його капіталу. Тільки завдяки оптимізації співвідношення власного та позикового капіталів забезпечуються необхідний рівень рентабельності, фінансова стійкість підприємства в процесі його розвитку і, зрозуміло, максимізація його ринкової вартості. І.О. Бланк уважає, що оптимальна структура капіталу являє собою співвідношення використання власних і позикових коштів підприємства в умовах забезпечення ефективної пропорційності між показниками його фінансової рентабельності та стійкості. За такої умови максимізується ринкова вартість підприємства [2, с. 213]. На думку економістів В.О. Подольської та О.В. Яріш, оптимізація структури капіталу підприємства є певним співвідношенням між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства [12, с. 355]. Також існує думка, що єдину ефективну структуру капіталу підприємства визначити неможливо; наголошується на тому, що можна розрахувати лише найбільш раціональне співвідношення показників капіталу, які розраховуються на основі чинників впливу, ризиків і практичного досвіду аналітика. Саме це може максимально наблизити цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Регулювання структури капіталу на підприємстві має здійснюватися у двох напрямках, перший з яких передбачає обґрунтування оптимальних пропорцій власного і позикового капіталу, а другий передбачає залучення необхідних обсягів власного і позикового капіталу для

досягнення цільової структури, а це означає, що процес регулювання структурою капіталу й є процесом оптимізації цієї структури.

У нашому дослідженні розглянемо більш детально метод оптимізації структури капіталу підприємства за критерієм максимізації рівня його прогнозованої рентабельності. Цей метод базується на багатоваріантних розрахунках рівня рентабельності за різної структури капіталу.

У більшості економічних джерел традиційно розглядається методичний підхід із використанням механізму фінансового важеля, сутність якого полягає у використанні підприємством позикового капіталу, який впливає на зміну показника фінансової рентабельності, дає можливість підприємству отримати додатковий прибуток на власний капітал. У методиці розрахунку ефекту фінансового важеля (ЕФВ) відокремлюють такі основні складники: податковий коректор, диференціал фінансового важеля, плече фінансового важеля. Зазначені складники дають змогу цілеспрямовано управляти ефектом фінансового важеля у процесі фінансової діяльності підприємства. За умови позитивного значення диференціала будь-який приріст плеча фінансового важеля (левериджу) буде викликати ще більший приріст фінансової рентабельності. За негативного значення диференціала приріст плеча буде призводити до ще більшого зниження показника фінансової рентабельності. Податковий коректор демонструє, якою мірою виявляється ефект фінансового важеля у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Проте тут слід зазначити про обмеження його застосування на практиці через відсутнє розділення позикового капіталу на довгостроковий і короткостроковий, а тому не береться до розгляду внутрішня структура власного та позикового капіталу (власний капітал підприємства визнається безкоштовним і в розрахунок не береться, не враховується інфляція) [1; 2; 7].

**Висновки** з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Таким чином, оптимізація структури капіталу є важливим етапом управління капіталом підприємства, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу підприємства та вартістю залучених коштів (на основі повернення їх у майбутньому), за якого досягається максимальна ефективність діяльності. Основною метою в такому разі є мінімізація витрат на залучення довгострокових джерел фінансування і завдяки цьому забезпечення власникам капіталу максимальної ринкової оцінки вкладених ними коштів. Проведені дослідження дають змогу одержати комплексне уявлення про основні критерії оптимізації структури капіталу підприємства. Саме концепція ціни капіталу є однією з базових у теорії капіталу, яка не зводиться тільки до визначення відсотків, які треба заплатити власникам фінансових ресурсів, а ще й характеризує ту норму прибутку інвестованого



капіталу, яку повинно забезпечити підприємство, щоб не зменшити свою ринкову вартість. Ті підприємства, які використовують вартість як

об'єкт управління, мають явні конкурентні переваги перед підприємствами, котрі орієнтовані на інші економічні критерії своєї діяльності.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Анзіна Г.В. Особливості оцінки вартості власного капіталу в умовах граничних ризиків. *Економіка, фінанси, право*. 2015. № 5. С. 4–9.
2. Бланк И.А. Финансовый менеджмент ; 2-е изд., перераб. и доп. Киев : Эльга, Ника-Центр, 2007. 521 с.
3. Фінансова стратегія підприємства : монографія / О.І. Бланк та ін. Київ : КНТЕУ, 2009. 147 с.
4. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент ; 10-е изд. Санкт-Петербург, 2009. 960 с.
5. Івко А.В. Комплексний показник оптимальної цільової структури капіталу підприємства. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2011. № 2(11). С. 105–110.
6. Камінська Т.Г. Економічна сутність та класифікаційні характеристики капіталу підприємств. *Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу*. 2011. № 2(20). С. 230–245.
7. Калініченко З.Д. Використання методу левериджу в управлінні структурою прибутку й капіталу. *Економічний аналіз*. 2008. № 2(18). С. 212–214.
8. Квасницька Р.С. Інструментарій та методи оптимізації цільової структури капіталу підприємства. *Економіст*. 2005. № 5. С. 73–75.
9. Савлук С. Питання теорії та практики оцінювання вартості банківського капіталу. *Банківська справа*. 2011. № 1. С. 19–26.
10. Семенов Г.А., Пелешко А.В. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Держава та регіони*. 2010. № 4. С. 164–169.
11. Панасюк І.П. Теоретичні підходи до еволюції визначення поняття «капітал» у контексті його доміантних характеристик як економічної категорії. *Економіка & держава*. 2017. № 5. С. 29–32.
12. Подольська В.О., Яріш О.В. Фінансовий аналіз : навчальний посібник. Київ : ЦУЛ, 2007. 488 с.
13. Шабліста Л.М. Капітал підприємств: природа, структура, тенденції формування і відтворення. *Економіка і прогнозування*. 2012. № 4. С. 36–45.

#### REFERENCES:

1. Anzina H. V. (2015) Osoblyvosti otsinky vartosti vlasnoho kapitalu v umovakh hranychnykh ryzykiv [Features of valuation of equity capital in the face of marginal risks]. *Ekonomika, finansy, pravo*. 2015. № 5. pp. 4-9. (in Ukrainian).
2. Blank I.A. (2007). Finansovyy menedzhment. [Financial management]. Kyiv.: El'ga, Nika-Tsentr, 2007. 521 p. (in Ukrainian).
3. Blank O.I., Sytnyk H.V., Korolova-Kazanska O.V., Hanechko I.H. (2009). Finansova stratehiia pidpriumstva: monohrafiia [Financial strategy of the enterprise: monograph]. Kyiv.: KNTEU. 2009. 147 p. (in Ukrainian).
4. Bryhkhэм Yu., Erkhhardt M. (2009). Finansovyy menedzhment [Financial management]: 10-e yzd. St. Petersburg: 2009. 960 p. (in Russian).
5. Ivko A.V. (2011). Kompleksnyi pokaznyk optymalnoi tsilovoi struktury kapitalu pidpriumstva [A comprehensive indicator of the optimal target capital structure of the enterprise]. *Yevropeyskyi vektor ekonomichnoho rozvytku*. 2011. no. 2 (11). pp. 105-110. (in Ukrainian).
6. Kaminska T.H. (2011). Ekonomichna sutnist ta klasyfikatsiini kharakterystyky kapitalu pidpriumstv [Economic essence and classification characteristics of capital of enterprises]. *Problemy teorii ta metodologii bukhgalterskoho obliku, kontroliu i analizu*. 2011, no. 2 (20). pp. 230-245. (in Ukrainian).
7. Kalinichenko Z.D. (2008). Vykorystannia metodu leverydzhу v upravlinni strukturoiu prybutku y kapitalu [Using the method of leverage in managing the structure of profit and capital]. *Ekonomichnyi analiz*. 2008. no. 2 (18). pp. 212-214. (in Ukrainian).
8. Kvasnytska R.S. (2005). Instrumentarii ta metody optymizatsii tsilovoi struktury kapitalu pidpriumstva [Tools and methods for optimizing the target capital structure of the enterprise]. *Ekonomist*. 2005. no. 5. pp. 73-75. (in Ukrainian).
9. Savluk S. (2011). Pytannia teorii ta praktyky otsiniuvannia vartosti bankivskoho kapitalu. *Bankivska sprava*. 2011. pp.19-26. (in Ukrainian).
10. Semenov H.A., Peleshko A.V. Optymizatsiia struktury kapitalu pidpriumstva. *Derzhava ta rehiony*. 2010. no. 4. pp. 164-169. (in Ukrainian).
11. Panasiuk I. P. (2017). Teoretychni pidkhody do evoliutsii vyznachennia poniattia «kapital» u konteksti yoho dominantnykh kharakterystyk yak ekonomichnoi katehorii [Theoretical approaches to the evolution of the definition of «capital» in the context of its dominant characteristics as an economic category]. *Ekonomika & derzhava*. 2017. no. 5. pp. 29-32. (in Ukrainian).
12. Podolska V.O, Yarish O.V. (2007). Finansovyi analiz [Financial analysis]: navch. posib. K.: Tsentr navch. l-ry. 2007. 488 p.
13. Shablysta L.M. (2012). Kapital pidpriumstv: pryroda, struktura, tendentsii formuvannia i vidtvorennia [Enterprise capital: nature, structure, trends of formation and reproduction]. *Ekonomika i prohozuvannia*. 2012. no. 4. pp. 36-45. (in Ukrainian).