

УДК 336.647/.648

**КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ  
КАПІТАЛУ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ****Ковальчук Н.О., к.е.н.  
Райлян Ю.С.***Чернівецький національний університет ім. Ю. Федьковича*

У статті визначено, що в умовах нестабільної економіки та світової фінансової кризи дослідження основних фінансових проблем, які можуть спіткати вітчизняні підприємства під час здійснення ними фінансово-господарської діяльності, є пріоритетним напрямом в управлінні фінансовою діяльністю суб'єктів господарювання в Україні. Діяльність підприємства в умовах глобальної ринкової економіки насамперед залежить від суми капіталу та його структури, що визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників його діяльності. Розглянуто питання оптимізації структури капіталу крізь призму наукових підходів до визначення оптимальної структури капіталу та власне методів проведення такої оптимізації. Проаналізовано структуру капіталу вітчизняного підприємства ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» та на цій основі досліджено можливості формування оптимальних співвідношень різних видів капіталу, що є важливим елементом фінансової політики будь-якого підприємства. З'ясовано типові критерії, що лежать в основі формування оптимальної структури капіталу підприємства, а також методичні підходи до оптимізації структури капіталу. Зроблено висновок, що в плані практичного впровадження та отримання достовірних даних для регулювання структури капіталу найбільш придатними є нормативно-коефіцієнтні методи та багатокритеріальні методи, які ґрунтуються на розрахунку комплексного інтегрального показника. Натомість критерії оптимізації структури капіталу слід обирати для кожного підприємства індивідуально з урахуванням особливостей його фінансово-господарської діяльності, внутрішніх та зовнішніх факторів, що мають місце в певних заданих умовах господарювання.

**Ключові слова:** капітал, структура капіталу, власний капітал, позиковий капітал, критерії оптимізації структури капіталу, методи формування оптимальної структури капіталу, ефективність управління капіталом

UDC 336.647/.648

**CONCEPTUAL BASES OF OPTIMIZATION THE STRUCTURE OF  
NATIONAL ENTERPRISES' CAPITAL****Koval'chuk N., PhD in Economics  
Railian Yu.***Chernivtsi National University named after Yuriy Fedkovych*

The article is devoted to the investigation of core financial problems which might national enterprises face with under the conditions of unstable economy and world

financial crisis' consequences. The authors believe that the activity of the enterprise, in conditions of the global financial crisis' consequences depends on the volume and structure of its capital and this determines the levels of its most valuable financial ratios. The issues of optimizing the capital structure in the light of scientific approaches to determining the optimal capital structure and methods of this optimization have been considered. The structure of capital of Ukrainian enterprise "Chernivetskyi oliino-zhyrovyi combinat" has been analyzed and on this basis the possibilities of forming the optimal ratio of different types of capital have been founded out. The typical criteria that underlie the formation of the optimal capital structure of the enterprise and methodical approaches to capital structure optimization have been determined. It was concluded that in terms of practical implementation and obtaining reliable data to adjust the capital structure is the most appropriate regulatory coefficient most suitable methods are: regulatory coefficient method and multicriteria method that are founded on complex integrative index calculation. Instead, capital structure optimization criteria should be selected for each company individually, taking into account the peculiarities of its financial and economic activities of internal and external factors that occur in certain defined economic conditions.

**Keywords:** capital, capital structure, equity, loan capital, capital structure optimization criteria, methods of forming an optimal capital structure, the efficiency of capital management.

**Актуальність проблеми.** Оптимізація структури капіталу є одним з найбільш важливих та складних завдань, що вирішуються в процесі управління вітчизняними підприємствами, оскільки на сучасному етапі функціонування національної економіки саме від якості сформованої структури капіталу залежить реальність досягнення підприємством показників його цільової діяльності, зокрема можливість максимізації фінансового результату, що є основою і для наповнення бюджету держави. Основними проблемами при цьому виступає: визначення оптимального співвідношення між власним та позиковим капіталом, а також раціональний вибір конкретних фінансових інструментів для зовнішнього фінансування, що підкреслює значимість дослідження критеріїв та способів досягнення максимального ефекту від залучення джерел фінансування.

**Аналіз останніх наукових досліджень.** Аналіз літературних джерел економічного спрямування свідчить про досить значний інтерес вчених до проблем управління капіталом та, зокрема, питань визначення його оптимальної структури.

Проблеми щодо формування структури капіталу підприємства досліджували як закордонні, так і провідні вітчизняні вчені. Основоположниками теорії формування структури капіталу вважають М. Міллера та Ф. Модільяні, які в своїх працях вперше привернули увагу до позикового капіталу та можливості його впливу на очікувану прибутковість підприємства. В подальшому теорія формування структури капіталу набула розвитку в роботах О. Бланка, Ю. Бріггема, М. Гордона, Р. Вернона, Г. Грубера, В.В. Ковальова, Д. Лейбсона, Г. Марковіца, Дж. Ван Хорна, Є. Чонга, У Шарпа, О.В. Яріша та інших. Серед вітчизняних доробок в даній сфері можна відзначити праці Д. Лук'яненко, О. Мозгового, О. Плотнікова, О. Рогача та ін. Окремі питання джерел формування капіталу підприємства та його оптимізації його структури набули значної уваги в роботах таких науковців як М.Д. Білик, Т.В. Головка, Н.М. Євдокимова, Л.А. Лахтіонова, А.М. Подерьогін, С. В. Шагова, Є.С. Стоянова, Г.О. Швиданенко.

В своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства.

Однак важливим є подальше дослідження напрямів посилення ефективності управління капіталом підприємств, оскільки визначення оптимальної структури капіталу, формування інструментарію визначення такої структури, своєчасне та ефективно реагування на зміну зовнішніх факторів є необхідною умовою ефективного функціонування вітчизняних підприємств та забезпечення стабільних фінансово-економічних показників їх діяльності.

**Мета статті** полягає у дослідженні та узагальненні існуючих підходів до формування оптимального співвідношення джерел фінансування діяльності вітчизняних підприємств, а також формуванні власного бачення оптимізації структури капіталу вітчизняних підприємств на основі результатів фінансового аналізу.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** Питання управління структурою капіталу підприємства широко висвітлюються в економічній літературі та представлені різними точками зору на вирішення цієї проблеми. Різняться і думки вчених щодо трактування самої сутності поняття «структура капіталу» (табл. 1).

Отже, на сучасному етапі значна кількість економістів дотримуються думки, що поняття «структура капіталу» необхідно розглядати як всі види як власного, так і позичкового капіталу підприємства.

У свою чергу Модільяні Ф. та Міллер М. вважають, що це співвідношення між майновими та борговими (акціями та облігаціями) цінними паперами на підприємстві. Брігхем Є. відзначає, що привілейовані акції хоч і не дають права управління капіталом, але все одно є його вагомою складовою. Бланк І.А. і Кірейцев Г.Г. дають фактично ідентичні визначення, в яких структура капіталу характеризується співвідношенням між власним та позиковим капіталом підприємства.

*Таблиця 1 - Наукові підходи до визначення поняття «структура капіталу»*

Джерело	Визначення
Ю.В. Петленко та Г.В. Решетова [1]	Структура капіталу – це співвідношення використання власного та позикового капіталу, за якого максимізується його ринкова вартість
Ф.Модільяні М.Міллер [2]	Структура капіталу – це комбінація цінних паперів корпорації
Є.Брігхем [3]	Структура капіталу – це взаємозв'язок боргового зобов'язання, привілейованих акцій та загального активу (акціонерного капіталу), з яким фірма планує нарощувати капітал.
Афанасьєв А.А. [4]	Структура капіталу – це форма або складова капіталізації, що відноситься до виду і пропорції цінних паперів, що використовуються для збільшення довгострокових фінансових ресурсів
Бланк І.А. [5]	Структура капіталу – це співвідношення власного капіталу, довго термінованого позиченого капіталу та коротко термінованого банківського кредиту
Кірейцев Г.Г.[6]	Структура капіталу характеризується співвідношенням власних і позикових коштів, які використовуються підприємством в процесі господарської діяльності

*Розроблено авторами на основі [1-6]*

Значної уваги у науковій літературі набуло питання доцільності використання позикового капіталу з урахуванням його переваг та недоліків. Г.О. Швиданенко визначає, що внаслідок залучення позикових коштів можливим є зростання дохідності власного капіталу, якщо дохідність активів перевищує вартість позикового капіталу. Внаслідок цього виникає можливість диверсифікації власного капіталу, податковий щит, можливість збереження контролю, але водночас він звертає увагу і на певні проблеми – наявність ризику власників капіталу підприємства, необхідність концентрації грошових потоків до моменту погашення позики, можливість кредиторів контролювати певні рішення підприємства [7].

Оптимізація структури капіталу підприємства спрямована на забезпечення підвищення його ринкової вартості, що досягається формуванням достатнього обсягу капіталу для забезпечення відповідних темпів економічного зростання, зменшення фінансового ризику за умови досягнення очікуваного рівня прибутковості капіталу та мінімізації його середньозваженої вартості.

Нині не існує єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосовуючи який транснаціональна корпорація визначала б оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом.

На думку сучасних економістів [8], єдину ефективну структуру капіталу визначити неможливо. Однак можна визначити найбільш раціональне співвідношення показників капіталу, що розраховуються на підставі факторів впливу, ризиків та практичного досвіду. Це максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Регулювання структури капіталу на підприємстві потрібно здійснювати у двох напрямках: обґрунтування оптимальних пропорцій власного і позикового капіталу; залучення необхідних обсягів власного і позикового капіталу для досягнення цільової структури. Таким чином, процес регулювання структурою капіталу передбачає, в першу чергу, процес оптимізації цієї структури. Методи регулювання структури капіталу підприємства в залежності від підходу до оптимізації можна класифікувати за наступними групами: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багато критеріальні.

Аналіз структури капіталу, оцінка її ефективності й визначення оптимального для конкретного підприємства співвідношення між власним і позиковим капіталом дають змогу оцінити фінансовий ризик, на який наражається підприємство у процесі діяльності, і створити необхідний рівень фінансової безпеки в майбутньому. Головна умова фінансової безпеки підприємства – здатність протистояти загрозам, які можуть завдати йому фінансових збитків, небажано змінити структуру капіталу або призвести до примусової ліквідації підприємства. Розв'язання завдань – підтримувати фінансову стійкість, забезпечувати достатню фінансову незалежність і гнучкість при прийнятті фінансових рішень – можливе за умови розробки ефективної системи моніторингу фінансової стійкості й безпеки підприємства, яка розглядається як синтез аналізу, контролю і планування та займає особливе місце в системі управління підприємством. Саме ефективна система моніторингу спрямована на попередження кризових ситуацій.

Процес оптимізації структури капіталу підприємства та його вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності підприємства розглянуто на матеріалах фінансово-господарської діяльності вітчизняного підприємства ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат».

Основою оптимізації структури капіталу вітчизняних підприємств виступає аналіз останньої (табл. 2).

*Таблиця 2 - Динаміка складу та структури капіталу ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» за 2013-2015 роки*

Показник	2013 рік		2014 рік		2015 рік	
	Тис. грн.	%	Тис. грн.	%	Тис. грн.	%
Загальна сума капіталу у тому числі:	283680	100	416705	100	728647	100
1. Власний капітал:	187561	66,1	296167	71,1	616626	84,6
1.1. Зареєстрований капітал	50903	17,9	50903	12,2	50903	7,0
1.2. Капітал у дооцінках	0	0	105122	25,2	422428	58,0
1.3. Резервний капітал	0	0	10	0,1	184	0,1
1.4. Нерозподілений прибуток	136658	48,2	140132	33,6	143111	19,5
2. Довгострокові зобов'язання і забезпечення:	31834	11,2	61141	14,7	64241	8,8
2.1. Відстрочені податковів зобов'язання	23841	8,4	45372	10,9	40240	5,5
2.2. Інші довгострокові зобов'язання	7993	2,8	15769	3,8	24001	3,3
3. Поточні зобов'язання і забезпечення:	64285	22,7	59397	14,2	47780	6,6
3.1. Поточна кредиторська заборгованість	16959	6,0	10102	2,4	3255	0,4
3.2. Поточні забезпечення	1154	0,4	1290	0,3	1517	0,2
3.3. Інші поточні зобов'язання	46172	16,3	59397	11,5	43008	6,0

*Розроблено авторами на основі фінансової звітності ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат»*

Аналіз динаміки складу і структури капіталу ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» за три роки дозволяє зробити висновки:

1. Частка власного капіталу значно перевищила частку позикового.
2. Наявний суттєвий приріст власного капіталу.
3. Частка власного капіталу в загальній структурі зросла на 18,5%.
4. Сума поточних зобов'язань в досліджуваному періоді зменшилася на 25,7%, в той час як сума довгострокових зобов'язань збільшилася на 101,8%.

Порівнюючи ці дані із середньостатистичними даними щодо структури капіталу підприємств у розрізі окремих видів діяльності по Україні за аналогічний період (середня сума поточних зобов'язань для промислових підприємств України склала 21983 тис. грн., а сума власного капіталу 13667 тис. грн. [9]), можна зробити висновки про фінансову стійкість підприємства.

Аналіз економічної літератури свідчить [10, 11, 12], що більшість авторів виокремлює три методи оптимізації структури капіталу:

- оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності;
- оптимізація структури капіталу за мінімізацією його середньозваженої вартості;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків.

Метод оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності передбачає використання механізму фінансового лівериджу. При цьому для розрахунку ефекту фінансового лівериджу використовують відому формулу:

$$ЕФЛ = (1 - Спл) * (Рр - ВК) * Кфр, \quad (1)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левириджу;

Спл – ставка податку на прибуток;

Рр – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів);

ВК – середній розмір відсотків за кредит, сплачених підприємством за використання позиченого капіталу;

Кфр – коефіцієнт фінансового ризику, співвідношення між позиковим та власним капіталом підприємства [6, 115].

Отже, для ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» протягом періоду дослідження ефект фінансового лівериджу становитиме:

$$ЕФЛ_{2013} = 1,16;$$

$$ЕФЛ_{2014} = 19,8;$$

$$ЕФЛ_{2015} = 4,8.$$

Розрахунки засвідчили змінний ефект збільшення власного капіталу, тобто збільшення розміру власного капіталу в 2014 році призвело до збільшення прибутковості активів, але в 2015 році саме за рахунок збільшення суми власного капіталу прибутковість активів суттєво зменшилася.

Процес оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості засновано на попередній оцінці вартості власного і позикового капіталу за різних умов його залучення та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Розглянемо процес оптимізації структури капіталу ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» за даним критерієм (табл. 3).

Таблиця 3 - Розрахунок середньозваженої вартості капіталу ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат»

№	Показник	Роки		
		2013	2014	2015
1	Загальна потреба в капіталі, тис.грн.	100	100	100
2	Варіанти структури капіталу, %:	*	*	*
2.1.	Власний капітал	66,1	71,1	84,6
2.2.	Позиковий капітал	33,9	28,9	15,4
3	Рівень передбачених дивідендних виплат, %	9	8	7
4	Рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням премії за ризик, %	27	30	33
5	Ставка податку на прибуток, %	0,19	0,18	0,18
6	Податковий коректор	0,81	0,82	0,82
7	Рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням податкового коректора	21,87	24,6	27,1
8	Вартість складових частин капіталу			
8.1.	Власної частини	5,9	5,7	5,9
8.2.	Позикової частини	7,4	7,1	4,2
9	Середньозважена вартість капіталу, %	6,4	6,1	5,7

*Розроблено авторами на основі фінансової звітності  
ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат»*

Під час розрахунку використовувалось середнє значення ставки відсотка за кредит. Отже, мінімальна середньозважена вартість капіталу ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» досягається у випадку співвідношення власного і позикового капіталу 84,6% до 15,4% (2015 рік). Метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків передбачає процес диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства.

З отриманих результатів можемо зробити висновок, що враховуючи високі відсоткові ставки за кредитами підприємству більш вигідним є використання саме власного капіталу, тому оптимальною можна вважати структуру, в якій сума власного капіталу суттєво переважає суму позикового.

ПАТ «Чернівецький олійно-жировий комбінат» створене з метою, одержання прибутку від здійснення господарської діяльності та забезпечення на основі отриманого прибутку інтересів акціонерів Товариства і соціальних потреб його працівників відповідно до вимог, встановлених чинним законодавством України та Статутом. Визначення оптимальної структури капіталу вимагає застосування як кількісних, так і якісних оцінок структури фінансових джерел. Оцінка показників ефективності управління капіталом повинна супроводжуватися експертним аналізом різноманітних чинників політики фінансування.



Ефективність управління капіталом значною мірою залежить від вибору методів та методичних підходів до оптимізації та формування структури капіталу. Ці методи можна диференціювати в залежності від підходу до оптимізації на наступні групи: нормативно-коефіцієнтні, однокритеріальні, багатокритеріальні.

До нормативно-коефіцієнтних методів регулювання структури капіталу можна віднести методи, які засновані на використанні фінансових коефіцієнтів таких як коефіцієнт заборгованості, коефіцієнт фінансової незалежності, середньогалузеве відношення позикового і власного капіталу, коефіцієнт боргового навантаження, та коефіцієнт погашення відсотків.

При використанні однокритеріальних методів оптимізації структури капіталу оптимальні для підприємства пропорції між власним і позиковим капіталом досягаються шляхом максимізації або мінімізації конкретного показника. До них відносять :

- 1) оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності;
- 2) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості.
- 3) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків.

В плані практичного впровадження та отримання достовірних даних для регулювання структури капіталу найбільш придатними є нормативно-коефіцієнтні методи та багатокритеріальні методи, які основані на розрахунку комплексного інтегрального показника.

**Висновки.** Завданням успішного розвитку вітчизняних підприємств виступає якісне управління їх капіталом. При цьому обґрунтування його оптимальної величини відповідно до обсягу, структури і змісту виробничої діяльності, вибір раціонального способу його нарощування, урахування вартості і ризиків забезпечує стійкий розвиток підприємства. Отже, дослідження методів регулювання та оптимізації структури капіталу дало змогу зробити такі висновки:

1. Оптимізація структури капіталу – це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу корпорації та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, що

залучаються на основі їх повернення, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії.

2. Оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом визначається для кожного підприємства індивідуально в залежності від особливостей його діяльності.

3. Під час розрахунку оптимального співвідношення власного та позичкового капіталу необхідно враховувати не тільки вже відпрацьовані методи оптимізації структури капіталу, але й показники резерву капіталу, рентабельності капіталу та кредитоспроможності підприємства.

4. На сучасному етапі найбільш поширеними є три методи оптимізації структури капіталу: за критеріями максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності; мінімізації середньозваженої вартості капіталу; оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків.

5. Найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу вітчизняних підприємств може бути метод, в основі якого відбувається одночасна максимізація зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості. Мають бути конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної структури капіталу за критерієм забезпечення фінансової стійкості компанії, прогнозованої рентабельності власного капіталу.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Петленко Ю.В. Удосконалення структури капіталу компанії як умова підвищення її капіталізації / Ю.В. Петленко, Г.В. Решетова // Фінанси України. – 2012. – №3. – С. 102-108.
2. Сабінський М.Е. Еволюція теорій структури капіталу акціонерних товариств / М. Е. Сабінський // Формування ринкових відносин в Україні.– 2005.– № 10.– С.54-59.
3. Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: пер. з англ. / Є. Ф. Брігхем ; ДНУ ім. Т. Г.Шевченка. – К. : ВАЗАКО : Молодь, 1997. – 1000 с.
4. Афанасьєв А.А. Управління структурою капіталу/ А.А. Афанасьєв, С.А. Кравченко // Економіка. Фінанси. Право. – 2003. – № 1. – С.25-28.
5. Бланк І.А. Управління капіталом: навч. курс / І.А. Бланк. – К. : Вид-во «Ніка-Центр», «Ельга», 2004. – 576 с.
6. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / Мін-во освіти і науки України; ред. Г. Г. Кірейцев. – 3-є вид., перероб. і доп. – К. : ЦНЛ, 2004. – 531 с.

7. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: Навч. посіб. / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. – К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.
8. Брігхем Ю. Фінансовий менеджмент: 10-е вид. // Ю. Брігхем, М. Ерхардт. – СПб.: 2009. – 960 с.
9. Державна служба статистики України. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua>.
10. Бланк І.А. Фінансовий менеджмент: навч. курс / І.А. Бланк. – К.: Вид-во «Ніка-Центр», «Ельга», 2001. – 528 с.
11. Бланк І.А. Управління капіталом: навч. курс / І.А. Бланк. – К.: Вид-во «Ніка-Центр», «Ельга», 2004. – 576 с.
12. Ковальов В.В. Управління фінансовою структурою фірми: навч.-практ. посіб. / В.В. Ковальов. – М. : ТК Велбі, Вид-во «Перспект», 2011. – 256 с.