

використання як фінансового потенціалу комерційних банків, так і його роль та значення як складової сукупного фінансового потенціалу України.

**Список літератури:** 1. *Воробйова О.І.* Кредитно-інвестиційний потенціал банків України : автореф. дис... докт. екон. наук: 08.00.08 / *Воробйова О.І.* – Донецьк, 2011. – 39 с. 2. *Вольська С.П.* фінансова стійкість банку та механізми її забезпечення : автореф. дис...канд. екон. наук : 08.00.08 / *Вольська С.П.* – Київ, 2011. – 18 с. 3. *Глуценко В.В.* Концептуальні основи формування фінансового потенціалу суб'єктів господарювання в Україні / *В.В. Глуценко* // Фінансовий потенціал суб'єктів господарювання як чинник сталого розвитку ринкової економіки : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., 1 лют. 2013 р., Харків. – Х., 2013. – С. 13–25. 4. *Базилевич В.Д.* Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах / *В.Д. Базилевич* // Фінанси України. – 2009. – № 12. – С. 5–12. 5. *Шумська С.С.* Фінансовий потенціал України: методологія визначення та оцінки / *С.С. Шумська* // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С. 55–64. 6. Національний банк України [Електронний ресурс] : офіційне Інтернет-представництво. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index> – Назва з екрану. 7. *Довгань Ж. М.* Антикризове регулювання, банківський нагляд і монетарна політика в механізмі забезпечення фінансової стійкості банківської системи / *Ж.М. Довгань* // Бізнес-інформ. – 2013. – № 2. – С. 222 – 227. 8. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік. Національний банк України [Електронний ресурс] : офіційне Інтернет-представництво. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index> – Назва з екрану.

Надійшла до редколегії 22.05.2013

**Фінансовий потенціал комерційних банків як складова сукупного фінансового потенціалу України / Портна О. В.** // Вісник НТУ «ХПІ». Серія: Актуальні проблеми управління та фінансово-господарської діяльності підприємства – Харків: НТУ «ХПІ». – 2013. – № 49 (1022). – С. 109–118. – Бібліогр.: 8 назв.

В статті досліджені підходи к определению фінансового потенціала банку. Предложено определение фінансового потенціала коммерческого банка как составляющей совокупного фінансового потенціала страны. Рассмотрены основные показатели деятельности банков с точки зрения формирования, функционирования и использования как их фінансового потенціала так и совокупного фінансового потенціала Украины.

**Ключевые слова:** коммерческие банки, фінансовый потенціал банка, совокупный фінансовый потенціал страны.

The article highlights the study of approaches to definition of the financial potential of a bank. The definition of the financial potential of a commercial bank as a component of the combined financial potential of the country has been suggested. The key performance indicators of banking have been analyzed from the viewpoint of formation, functioning and application of their financial potential as well as of the combined potential of Ukraine.

**Keywords:** commercial banks, financial potential of a bank, combined financial potential of the country.

УДК 332.012.324

**Т. В. П'ЯТАК**, канд. техн. наук, доц., НТУ «ХПІ»;  
**А. Ю. ГАЛЬЦОВ**, студент, НТУ «ХПІ».

## **ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ: АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ НАДБАНЬ**

В статті розглянуті різноманітні підходи до формування ефективної структури капіталу та основні напрямки вивчення цього питання; описуються критерії оптимізації структури капіталу.

**Ключові слова:** структура капіталу, власний капітал, запозичений капітал, фінансовий леверидж, асиметрична інформація, сигнальна модель, теорія інформаційних каскадів.

**Постановка проблеми.** У сучасних умовах зросло значення вдосконалення структури капіталу, оскільки тільки його оптимальна структура дозволяє підприємству найповніше реалізувати свої виробничі можливості. На жаль в Україні більшість підприємств не приділяють значної уваги цьому питанню, змінюючи структури власного капіталу в залежності від сьогоденних завдань і не проводячи поглибленого аналізу наслідків цих змін.

**Виклад основного матеріалу.** Формування структури капіталу підприємства повинно враховувати ряд особливостей. А саме, чи відповідає політика фінансування підприємства стратегічним задачам, що стоять перед нею; чи завжди операції, укладені в області залучення капіталу, ведуть до зростання ринкової вартості активів підприємства. Щоб всебічно розглянути це питання потрібно звернутися до надбань теоретичних вчень.

Перш за все розглянемо поняття «структури капіталу». Так Федоренко Н.О. вважає, що структура капіталу- це співвідношення (питома вага) створюючих його елементів [1].

Структура капіталу характеризується співвідношенням власних і позикових коштів, які використовуються підприємством в процесі господарської діяльності.

Теорія оптимізації структури капіталу тісно взаємопов'язана з теоріями вартості капіталу та ринкової вартості компанії завдяки порівнянню вартості залучення власного та позикового капіталу та аналізу впливу різноманітних шляхів фінансування на ринкову вартість компанії.

Власний капітал – це власні джерела підприємства, які без визначення строку повернення внесені засновниками або залишені ними (засновниками) на підприємстві з уже оподаткованого прибутку. Складові власного капіталу відбивають суму, яку власники (засновники) передали в розпорядження підприємства як внески чи залишили у формі нерозподіленого прибутку, або суму, що її підприємство одержало у своє розпорядження ззовні (від інших підприємств) без повернення.

Позиковий капітал підприємства – це кошти, які залучаються для фінансування господарської діяльності підприємства на принципах строковості,

поверненості та платності. Залучений капітал, у вигляді позикових коштів, можливо здобувати, використовуючи зовнішнє та внутрішнє залучення.

Способи залучення позикового капіталу зображені на рис.

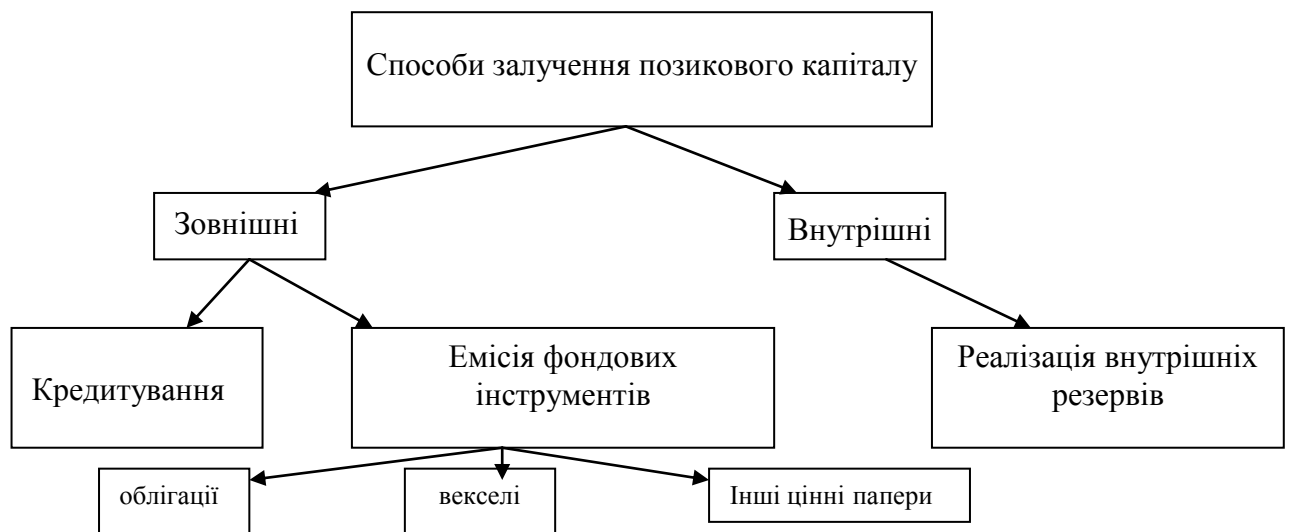


Рис. – Шляхи залучення позикового капіталу

Нижче наведена порівняльна таблиця переваг та недоліків власного та залученого капіталів:

Таблиця 1. Переваги та недоліки власного та залученого капіталів

	ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ	ЗАПОЗИЧЕНИЙ КАПІТАЛ
ПЕРЕВАГИ	Простота залучення	Широкі можливості залучення
	Висока здатність генерування прибутку у всіх сферах діяльності	Забезпечує ріст фінансового потенціалу підприємства та темпів росту обсягів його господарської діяльності
	Забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства	Здатність генерувати приріст фінансової рентабельності
НЕДОЛІКИ	Обмеження обсягів залучення фінансових ресурсів для розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства	Ризик зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності
	Висока вартість	Генерує меншу норму прибутку
	Неможливе забезпечення перевищення коефіцієнту фінансової рентабельності підприємства над економічною	Висока залежність вартості позиченого капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку

Згідно з традиційної теорії аналізу фінансових рішень, існує залежність середньої вартості капіталу фірми від його структури. Прихильники цієї теорії

вважають, що вартість позикового капіталу завжди нижче за вартість власного капіталу фірми і зростання частки позикового капіталу повинно сприяти зменшенню середньої вартості капіталу підприємства.

Варто зазначити, що на нашу думку, в даній теорії є декілька суперечливих моментів. З зростанням частки залученого капіталу, істотно зростає ризик втрати фінансової стійкості компанії, що в найгіршому стані може призвести до банкрутства.

Отже, найбільш стабільним є підприємство, яке використовує лише власний капітал, оскільки коефіцієнт автономії в такому випадку дорівнює одиниці. Зростання власного капіталу свідчить про здатність підприємств формувати і ефективно розподіляти прибуток, уміння підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел. Водночас зменшення обсягів власного капіталу може бути наслідком неефективної, збиткової діяльності. Але темпи розвитку подібних підприємств обмежені, оскільки власний капітал не може забезпечити необхідного додаткового обсягу активів в періоди сприятливої кон'юнктури ринку [3].

З середини ХХ сторіччя було висунуто низку теорій, щодо оптимізації структури капіталу компанії, які відображали вплив різноманітних факторів.

Згідно теорії Міллера–Модільяні (1958 р.), ціна підприємства, тобто ринкова оцінка його капіталу, не залежить від величини позикових засобів і може бути розрахована по величині операційного прибутку і необхідної прибутковості акціонерного капіталу при нульовому фінансовому важелі. Ринкова ціна підприємства таким чином може бути визначена капіталізацією операційного прибутку і ніяким чином не залежить від структури капіталу підприємства [8].

Ринкова вартість  $V_0$  дорівнює сумі ринкової вартості оплаченого капіталу  $V_{e0}$  та ринкової вартості боргу  $D_0$ :

$$V_0 = V_{e0} + D_0 \quad (1)$$

В зв'язку з цим до фінансового менеджменту вводиться поняття фінансовий леверидж. Під цим терміном мається на увазі структура капіталу з використанням залучених коштів у вигляді позичок, а також продаж привілейованих акцій для формування фондів корпорації. Фінансовий леверидж стає важливим показником під час розробки структурної політики капіталу.

М. Бреннан, Є. Шварц та Х. Леланд у своїй компромісній теорії (теорії стаціонарного співвідношення) розглядали вплив таких факторів, як оподаткування прибутку та витрати банкрутства. Вони наголошували, що оптимальне значення фінансової структури капіталу визначається шляхом знаходження точки компромісу з урахуванням двох факторів: оподаткування прибутку та витрати банкрутства. Структура капіталу формується у певних умовах, що визначають відповідність рівня доходності ризику використовуваного капіталу. Знаходження компромісу щодо впливу даних умов на стан підприємства згідно з даною теорією повинно буди в основі побудови структури капіталу [4].

У компромісному підході передбачається, що підприємства однієї галузі мають схожу структуру капіталу, оскільки мають однотипні активи, комерційний ризик (характер попиту, ціноутворення на продукцію, що випускається, і споживані матеріали, операційний важіль), та близькі значення прибутковості діяльності і податкові умови.

Аналіз компромісної концепції дозволило зробити наступні висновки:

- підтвердження факту збільшення ризику банкрутства при зростанні позикового капіталу;
- розподіл діяльності підприємства на стадії, що різняться, по критерію «питома вага позикового капіталу» дозволяє зробити висновок, що у кожному конкретному випадку необхідний індивідуальний підхід до оптимізації.

Згідно компромісної теорії компанії, що мають не грошові матеріальні активи та значний обсяг оподаткованого прибутку повинні планувати високий коефіцієнт боргового навантаження. Компанії, що мають ризикові нематеріальні активи, повинні діяти за рахунок самофінансування.

Існують і альтернативні теорії пошуку оптимальної структури капіталу фірми. Серед них виділяється теорія ієрархії Г. Дональдсона. Основні принципи даної теорії полягають у наступному [4]:

1. підприємства надають перевагу внутрішнім джерелам фінансування
2. розмір дивідендних виплат підприємства встановлюється у відповідності до його інвестиційних можливостей
3. стабільна та поміркована дивідендна політика означає, що потоки грошових коштів, що одержані за рахунок власних джерел, можуть перевищувати об'єм капіталовкладень.

4. У разі необхідності зовнішнього фінансування, підприємство спочатку випускає найнадійніші цінні папери.

Менеджери підприємства при виборі джерел фінансування завжди прагнуть вибрати джерело вищої ієрархії, тобто джерело з найменшими витратами по залученню і найменшим ризиком.

Таггарт, Марш, Оплер та Тітман доводять, що існує певний оптимальний рівень заборгованості. Марш використовує логіт-модель, що поєднує ймовірність емісії акцій чи облігацій з відхиленням (тотожно значенню поточної заборгованості) від оптимального, яке вимірюється як середнє за період спостереження. Оплер та Тітман аналізують не лише рішення щодо емісії цінних паперів, а й рішення щодо дострокового погашення облігацій[2].

У вищезазначених моделях розглядався процес ухвалення рішень щодо структури капіталу за умов, коли інвестори і керівництво підприємства мають однакову інформацію про перспективи підприємства. На практиці, керівництво компанії завжди володіє більш повною інформацією щодо інвестиційних можливостей і стану підприємства. Ситуацію, при якій інформація розподіляється асиметрично, розглядали у своїх роботах на кінці ХХ сторіччя Рос, Майерс, Долі і Майлуф. Сигнальні моделі, розроблені ними, характеризують зміну поведінки менеджерів на ті або інші дії керівництва.

Р. Фрімен вважав на оптимізацію структури капіталу підприємства великий вплив має різноманітність інтересів зацікавлених сторін. Ця ідея лежить в основі теорії стейкхолдерів. Стейкхолдери – зацікавлені особи, які представлені внутрішніми і зовнішніми групами, здатними впливати або зазнавати впливу з боку компанії. Різноманітність їх інтересів, різна оцінка допустимого ризику породжують умови для конфлікту інтересів, що вносить певні корективи в процес оптимізації фінансової структури капіталу [5].

Поведінкові теорії відображають процес прийняття рішень щодо структури капіталу і поєднують теорію автономії інвестицій менеджерів, інформаційних каскадів).

Згідно з теорії автономії інвестицій менеджерів, рішення щодо зміни структури капіталу компанії реалізуються менеджерами тільки тоді, коли вони впевнені в їх позитивному сприйманню з боку інвесторів. Коли ринкова вартість акцій компанії і ступінь очікування менеджерів та інвесторів високі,

компанія здійснює додаткову емісію акцій, а в протилежній ситуації – випускає боргові інструменти.

С. Біхчандані, Д. Хіршляйфер та І. Уелч у своїй теорії інформаційних каскадів, припускають, що структура капіталу може формуватися, виходячи не з розрахунків оптимальної структури або залежно від доступних в різні періоди життя компанії джерел фінансування, а запозичується в інших компаній, що мають успішних, авторитетних менеджерів, а також з використанням найбільш популярних методів управління структурою капіталу.

Дж. К. Ван Хорн головним проявом впливу змін в структурі фінансування підприємства на ринкову вартість акцій вважав визначення вартості цінних паперів на фінансових ринках, тобто на тому, як потенційні інвестори оцінюють підприємство в зіставленні з іншими підприємствами в той момент, коли вона вносить які-небудь зміни в структуру свого капіталу.

О.Ю. Кононов пропонує для практичної оптимізації структури капіталів підприємства використовувати імітаційну модель, побудовану на основі методу Форрестера. Ця модель дає змогу на основі кількох вхідних змінних, двох величин (фонд оплати праці та обсяг замовлень), сукупності певних керуючих параметрів та системи кінцево-різницевих рівнянь змодельовати динаміку фінансових потоків підприємства й оцінити вихідну структуру його капіталу та фінансовий стан.

Стосовно оптимізації структури капіталу можна виділити декілька критеріїв:

- Вартість підприємства в цілому
- Максимальна ціна акцій компанії
- Оптимальне співвідношення рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства.

Оптимальна структура капіталу підприємства:

- повинна відповідати основним цілям і задачам в області фінансування підприємства;
- повинна бути обґрунтована;
- повинна забезпечувати мінімальні витрати на її формування.

Кожен з наведених підходів має своїх прихильників. Так Шима, Ковальов, Терещенко та інші стверджують, що метою оптимізації структури капіталу підприємства є формування оптимального співвідношення різних

джерел фінансування діяльності підприємства, при якому максимізується вартість самого підприємства [7; 8].

Красницька Р. вважає, що критерієм визначення оптимуму структури капіталу є максимальна ціна акцій підприємства.

І. Бланк, О. Павловська, Н. Притуляк, Л. Коваленко [1, 4, 6] акцентують увагу на виділенні ще одного критеріального аспекту, який і максимізує вартість підприємства. Це співвідношення рентабельності власного капіталу і фінансової стійкості підприємства.

Ще одним фактором оптимізації структури капіталу є стадія життєвого циклу підприємства. Підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу і виготовляють конкурентноспроможну продукцію, можуть у своїй діяльності використовувати більшу частину позиченого капіталу. Рівень фінансових ризиків у цих підприємств високий, і це враховують їхні кредитори. Підприємства, що знаходяться на стадії зрілості, більшою мірою повинні використовувати власний капітал [9].

Аналіз літератури свідчить, що більшість авторів виділяють три методи оптимізації структури капіталу:

1. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод характеризується багатоваріантними розрахунками рівня фінансової рентабельності підприємства і використанням показника фінансового важеля.

2. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її вартості. Для найбільш достовірного визначення вартості підприємства використовується попередня оцінка вартості власного і позикового капіталів, залучених і використовуваних за різних умов. Сукупні вимоги до прибутковості можуть бути зведені в єдину ставку середньозважених витрат на капітал (WACC).

$$WACC = (1-T)D_r + (1-D)r \quad (2)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу підприємства,

T – ставка податку на прибуток,

D – частка позикового капіталу підприємства,

E – частка власного капіталу підприємства,



3. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Як вже було сказано, залучення надлишкових позикових активів може негативно сказатися на фінансовому стані підприємства. Вибір джерел фінансування має бути поміркованим, для різних складових активів підприємства він не обов'язково має бути єдиним.

Шляхи визначення оптимального співвідношення власного і позикового капіталу можна зобразити в наступній таблиці.

Таблиця 2. Методи визначення оптимального співвідношення власного і позикового капіталу

Метод	Сутність	Розрахунок	Переваги
По критерію ціни капіталу підприємства (мінімізації її вартості)	Заснований на виборі найдешевших джерел фінансування активів підприємства	$WACC = (1-T)Dr + (1-D)r$	Дозволяє вибрати найдешевші джерела фінансування підприємства
По критерію максимізації рівня рентабельності активів підприємства	Заснований на розрахунку ефекту фінансового важеля. Підприємство зацікавлене в зростанні економічної рентабельності активів і рентабельності власного капіталу	Розрахунок ефекту фінансового важеля $ЭФР = (1-T) * (Ra - rd) * D/E$	Дозволяє при визначенні оптимальної структури капіталу враховувати зростання вартості власного капіталу підприємства
На основі норми віддачі на вкладений капітал	Основний критерій ефективності залучення позикового капіталу: таке співвідношення власного і позикового капіталу, при якому збільшується віддача на власний капітал	Розрахунок норми віддачі на власний капітал $r_e = r_o * \frac{1 - Drd/ro}{(1-D)^2}$	Дозволяє встановити зміну норми віддачі на власний капітал від коефіцієнта кредитної заборгованості. Дозволяє встановити граничне значення ставки позикового капіталу
За критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків	Вибір джерел фінансування має бути поміркованим, для різних складових активів підприємства він не обов'язково має бути єдиним		Дозволяє диференціювати можливі джерела капіталу для забезпечення стабільного фінансового стану підприємства

Виходячи з того, що в умовах змінного навколишнього середовища важко встановити раз і назавжди оптимальну структуру капіталу підприємства, потрібно проводити постійний його аналіз з використанням якомога більшого числа інструментів.

**Висновок.** Можемо зробити висновок, що у сучасній фінансовій практиці при визначенні оптимальної структури капіталу менеджерами компаній

доцільнозастосовувати комбінацію декількох теоретичних підходів, які враховують мінливість різних факторів.

Підхід суміщення декількох критеріїв оптимізації капіталу фірми може дати можливість сформувати доцільну його структури, яка у подальшому збільшить ринкову вартість підприємства і підвищить фінансову платоспроможність підприємства.

**Список літератури:** 1. Федоренко Н.О. Анализ факторов, определяющих финансовый результат деятельности предприятия / Н.О. Федоренко // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2009. – №2. – С. 206-210. 2. Бланк И. А. Управление использованием капитала / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр : Эльга., – 656 с. 3. Стеценко Б. Теоретичні підходи до визначення оптимальної структури капіталу акціонерного товариства/ Б. Стеценко // Ринок цінних паперів. Вісник ДКЦПФР. – 2010. – № 5/6. – С. 41-47. 4. Юхименко П. Теорії оптимізації структури капіталу підприємства та їх адаптація до українських економічних реалій / П. Юхименко, О. Загурський, В. Могилко // Банківська справа. – 2010. – № 2/3. – С. 78-86. 5. Шарп У. Ф. Инвестиции : пер. с англ. / У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. – М. :Инфра-М, 1998. – 1028 С. – (Университетский учебник). – ISBN 5-86225-455-2. 6. Ковальов В.В. Фінансовий аналіз: Керування капіталом. Вибір інвестицій. Аналіз звітності / В.В. Ковальов. – К.: Вид-во «Фінанси і статистика», 2011. – С. 39-41. 7. Кононов О.Ю. Модель управління процесом формування динамічних характеристик структури капіталу ПЭС / О.Ю. Кононов // Вісник Харківського національного університету ім. В.Н. Каразіна. – Сер.: Економічна. – 2002. – № 575. – С. 128-133. 8. Чорна О.Є. Класифікація економіко-математичних моделей управління капіталом підприємства / О.Є. Чорна, Г.А. Шипіцина / Кафедра економічної кібернетики Харківського національного економічного університету, 2010. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.ekhneu.org.ua/> 9. Грачѳв А.В. Анализ и управление финансовой устойчивости предприятия :учеб.-практ. пособ. / А.В. Грачѳв – М. :Финпресс, 2002. – 208 с.

Надійшла до редколегії 17.05.2013

УДК 332.012.324

**Шляхи оптимізації структури капіталу: аналіз теоретичних надбань / П'ятак Т. В., Гальцов А. Ю.** // Вісник НТУ «ХПІ». Серія: Актуальні проблеми управління та фінансово-господарської діяльності підприємства – Харків: НТУ «ХПІ». – 2013. – № 49 (1022). – С. 118–127. – Бібліогр.: 9 назв.

В статье рассмотрены различные подходы к формированию эффективной структуры капитала и основные направления изучения этого вопроса; описываются критерии оптимизации структуры капитала.

**Ключевые слова:** структура капитала, собственный капитал, заимствованный капитал, финансовый леверидж, асимметричная информация, сигнальная модель, теория информационных каскадов.

The article discussed various approaches to efficient capital structure and guidelines to consider the matter, described the criteria optimization of capital structure.

**Keywords:** capital structure, equity, borrowed capital, financial leverage, asymmetric information, the signal model, the theory of informational cascades.