



УДК 658.152+338.512

ВПЛИВ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ НА ОЦІНКУ ВАРТОСТІ БІЗНЕСУ



С. С. Гринкевич, канд. екон. наук,
І. В. Калинич

Головною проблемою, яка виникає під час визначення оптимальної структури капіталу, є необхідність урахування великої кількості факторів, які можуть впливати на оптимальність або ефективність такої структури. Під оптимальною структурою капіталу розуміють таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику і дохідності і відповідно максимізує ринкову вартість бізнесу. Складність полягає в тому, що оцінка вартості бізнесу здійснюється в різних умовах, у тому числі за різних схем фінансування: може використовуватися як власний, так і позиковий капітал.

Навіть у розвинутій економіці система фінансування діяльності окремо взятого підприємства не є постійною, особливо на етапі його створення. Проте із стабілізацією господарської діяльності і масштабів виробництва формується певна стабільна структура капіталу, яка є оптимальною для даного виду бізнесу і конкретного підприємства.

Дослідження оптимальної структури капіталу є складовою частиною загального аналізу капіталу підприємства в умовах розвитку ринкової економіки України. **Актуальність цієї проблеми**, її теоретичне та практичне значення зумовили вибір напрямку нашого дослідження.

Питанням оптимізації структури капіталу присвятили свої роботи вітчизняні та зарубіжні науковці: М. Баканов, О. Біла, І. Благун, І. Бланк, Є. Бріггем, Н. Кизим, Т. Клебанова, В. Кочкодан, М. Крей-

ніна, М. Майерс, М. Міллер, Є. Мних, Ф. Модільяні, А. Шеремет, І. Яремко. Незважаючи на значний науковий внесок, зроблений ними, питання визначення оптимальної структури капіталу в ринкових умовах вимагають подальших досліджень і наукових розробок.

Мета роботи полягає у вивченні комплексу механізмів оптимізації структури капіталу, аналізі сучасних методів і моделей управління структурою капіталу підприємства, визначенні впливу структури капіталу на оцінку вартості бізнесу.

Виклад основного матеріалу. Поняття «структура капіталу» має неоднозначний дискусійний характер і тому потребує чіткого визначення. У найбільш загальному вигляді зарубіжні та вітчизняні економісти це поняття характеризують як співвідношення власного і позикового капіталу підприємства. Первісно це поняття розглядалося виключно як співвідношення власного і довгострокового позикового капіталу.

На сучасному етапі більшість учених-економістів вважають що поняття «структура капіталу» має враховувати всі види як власного, так і позикового капіталу підприємства. На наш погляд, такий підхід значно розширює межі практичного застосування концепції структури капіталу.

Структура капіталу відіграє важливу роль у формуванні ринкової вартості підприємства. Такий зв'язок опосередкований показником середньозваженої вартості капіталу, характер якого наведений на рис. 1 [1].

Використання економічного механізму дано-

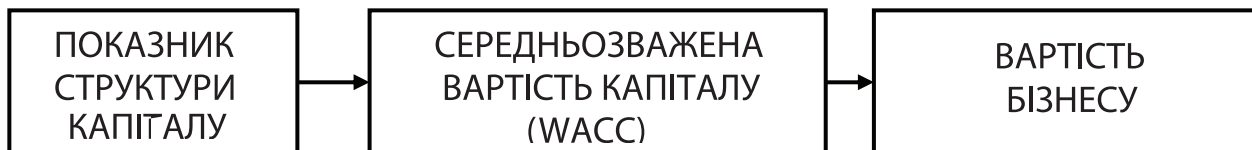


Рис. 1. Система взаємозв'язку показників структури, середньозваженої вартості капіталу і вартості бізнесу

го взаємозв'язку дасть змогу оптимізувати значення структури капіталу за умови одночасної мінімізації його вартості та максимізувати ринкову вартість бізнесу.

Для обґрунтування оптимальної структури капіталу використовують різні моделі (рис. 2).

Найбільшої популярності набули статичні моделі структури капіталу. Основне завдання, яке розв'язується в рамках таких моделей, полягає в обґрунтуванні існування оптимальної структури капіталу, що максимізує вартість бізнесу [4.].

Послідовники **традиційного підходу** стверджують, що вартість капіталу залежить від його структури і що існує «оптимальна структура» капіталу.

Його прихильники вважають, що середньозважена вартість капіталу залежить від вартості його складових, тобто від власного та позикового капіталу. Із зміною структури капіталу, вартість складових його видів змінюється, причому не однаковою мірою. Численні дослідження показали, що із залученням позикових засобів постійно збільшується вартість власного капіталу. Помірне зростання позикових засобів спричинює деяке підвищення фінансового ризику. Як правило, вартість позикового капіталу (D) у середньому нижча, ніж вартість власного капіталу (S), тому існує структура капіталу, названа оптимальною, при якій середньозважена вартість капіталу ($WACC$) має мінімальне значення, а отже, ринкова вартість бізнесу буде максимальною (рис. 3; 4).

У 1958 р. вперше була запропонована **теорія Міллера-Модільяні**, яка потім уточнювалася і модифікувалася. Вона містить дві основні моделі впли-

ву структури капіталу на вартість бізнесу: при припущенні відсутності податків і за наявності податку на прибуток [7].

Модель Міллера-Модільяні показує, що вартість бізнесу не залежить від величини позикового капіталу і може розраховуватися за величиною операційного прибутку до оподаткування і необхідної прибутковості власного капіталу:

$$V = \frac{EBIT}{k_{so}}, \quad (1)$$

де V - вартість бізнесу;

$EBIT$ (Earnings Before Interest and Taxes) – операційний прибуток до оподаткування;

k_{so} – прибутковість власного капіталу при нульовому фінансовому важелі.

Таким чином, за моделлю Міллера-Модільяні без урахування податків оцінка вартості бізнесу не залежить від структури капіталу (рис. 5).

У 1963 р. модель Міллера-Модільяні одержала своє продовження з урахуванням податків на прибуток. Вона може бути записана так:

$$V_D = V_o + D \left(1 - \frac{(1-t)(1-T_s)}{1-T_d} \right), \quad (2)$$

де V_D – вартість бізнесу після залучення позикового капіталу;

V_o – початкова вартість бізнесу;

D – вартість позикового капіталу;

t – ставка податку на прибуток;

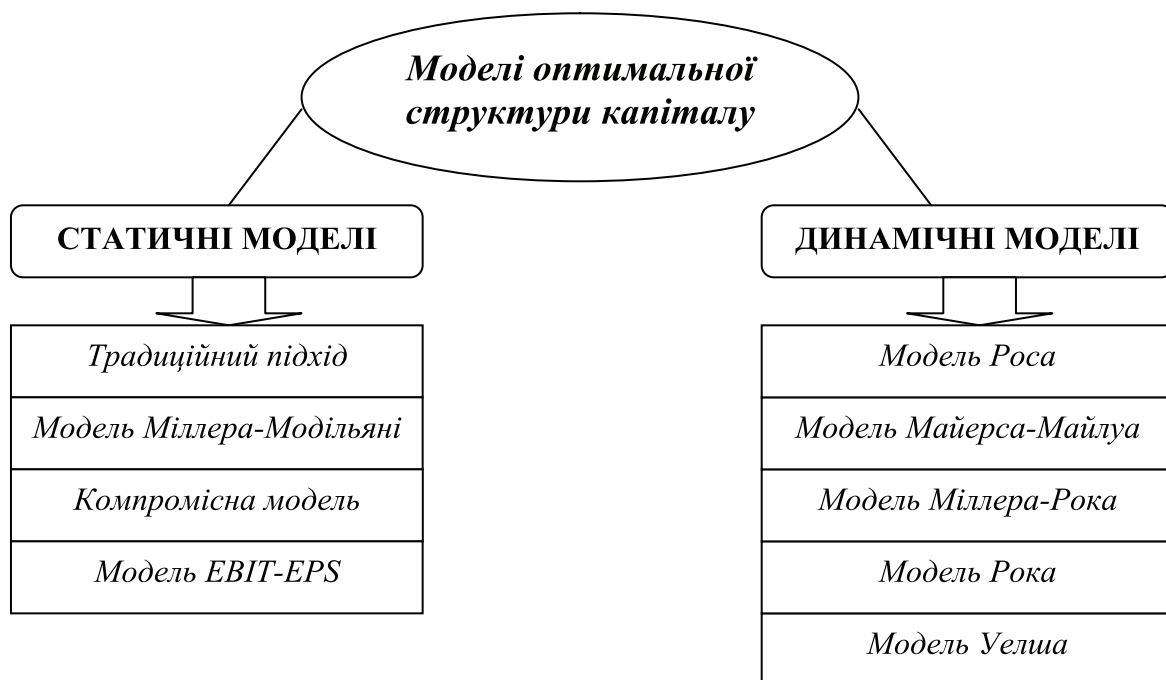


Рис. 2. Моделі оптимальної структури капіталу

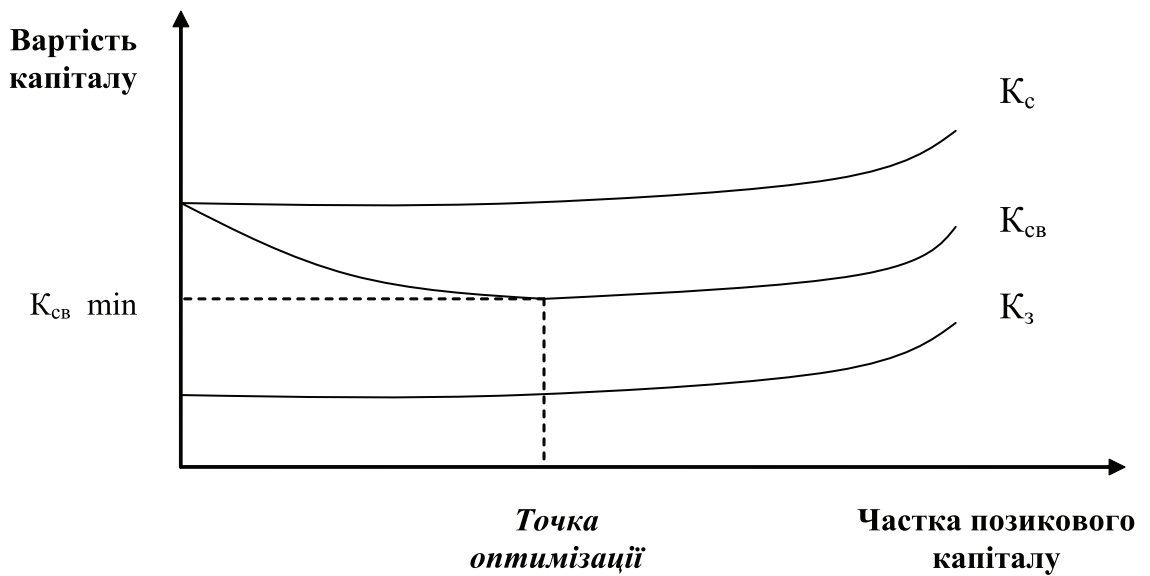


Рис. 3. Традиційний підхід до залежності вартості і структури капіталу

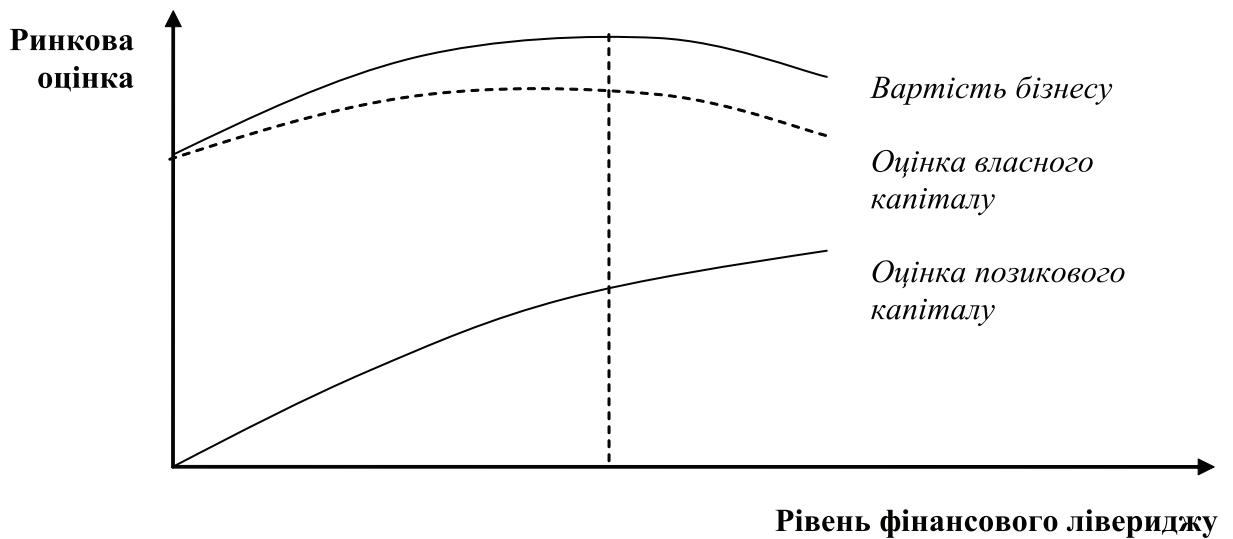


Рис. 4. Традиційний підхід до залежності ринкової вартості бізнесу і структури її джерел

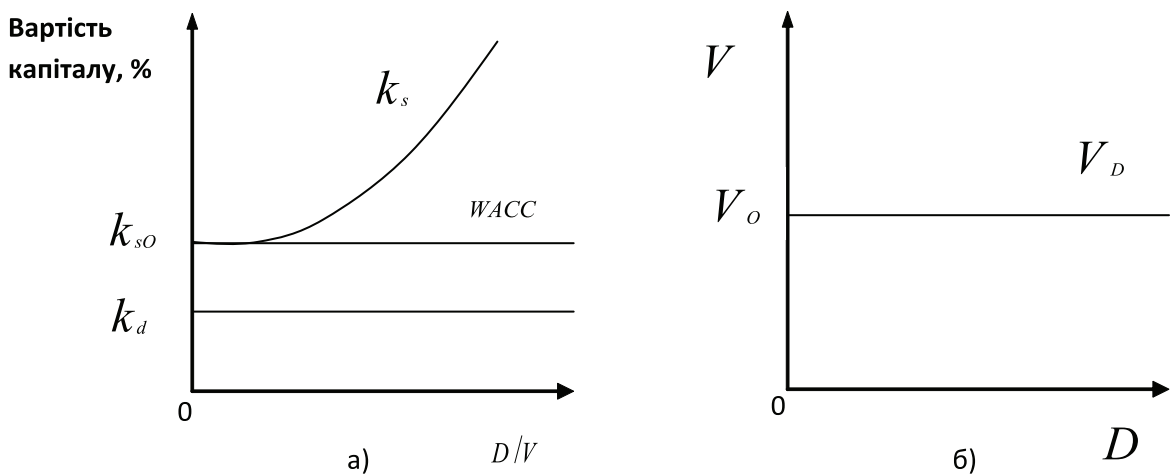


Рис. 5. Вплив фінансового важеля на оцінку вартості бізнесу в моделі Міллера-Модільяні без податків

T_d – ставка прибуткового податку для власників позикового капіталу;

T_s – середньозважена ставка з оподаткування дивідендів і приросту капіталу.

Урахування податків T_s і T_d , що відрізняються для власників власного і позикового капіталу, показало, що

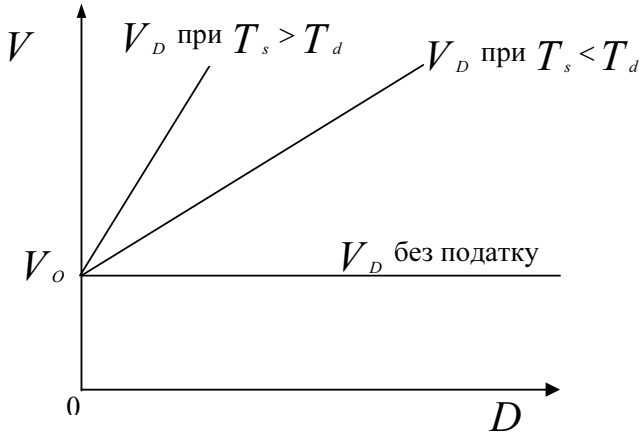


Рис. 6. Вплив співвідношення між ставками оподаткування власного і позикового капіталу на оцінку бізнесу

зі зростанням боргу вартість бізнесу зростає (рис. 6).

Оптимальна структура капіталу за **компромісною моделлю** визначається співвідношенням вигод від включення плати за позиковий капітал у собівартість і збитків від можливого банкрутства.

Уведення в розгляд витрат з організації додаткового залучення позикового капіталу і втрат від можливого банкрутства за наявності великого фінансового важеля змінює поведінку кривих вартості капіталу в разі збільшення позичкового фінансування. Із зростанням фінансового важеля вартість позикового і власного капіталу зростає (рис. 7).

Вартість бізнесу в компромісному підході перевищує його ринкову вартість, при оцінюванні якої не використовується фінансовий важіль, на величину податкової економії за винятком втрат від банкрутства [2]:

$$V_D = V_O + W_e + W_b \quad (5)$$

де W_e – поточна оцінка податкової економії;

W_b – поточна оцінка втрат від банкрутства.

Відповідно до компромісного підходу підприємству варто встановлювати цільову структуру капіталу так, щоб його гранична вартість і граничний ефект від фінансового важеля були рівні. Загальна рекомендація за такого підходу зводиться до того, що і сто відсотковий позиковий капітал і винятково власне фінансування є неоптимальними стратегіями фінансового управління [3].

Висновки. Аналіз існуючих підходів до управління структурою капіталу дає змогу стверджувати, що

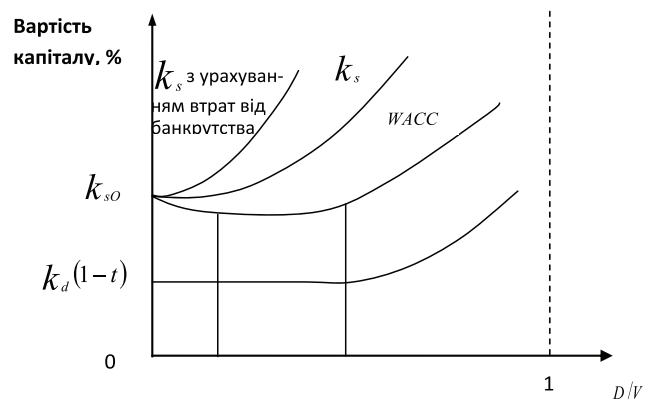


Рис. 7. Збільшення вартості власного капіталу через втрати від банкрутства

єдиної методики, універсальної для будь-якого підприємства, не існує. В умовах економіки, що розвивається, виникає об'єктивна потреба в розробці методики оцінки структури капіталу підприємства з урахуванням галузевої специфіки, організаційної форми, а також його управлінської структури. Описані методики структури капіталу враховують особливості економіки розвинутих країн. В умовах України західні теорії структури капіталу не можуть бути використані без відповідної адаптації. Формування структури капіталу на багатьох українських підприємствах здійснюється інтуїтивно або ж відповідно до традицій, без належного аналітико-математичного обґрунтування, що обумовлює необхідність теоретичних розробок у цьому напрямі.

Пошук оптимальної структури капіталу – проблема, вирішення якої становить безумовний інтерес для українського бізнесу.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк – К.: «Ника-Центр», 2005. – 512 с.
2. Кочкодан В. Б. Аналіз основних показників структури капіталу / В. Б. Кочкодан // Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – 2007. – № 1. – С. 210–218.
3. Кочкодан В. Б. Роль и значение структуры капитала в управлении предприятием / В. Б. Кочкодан // Бизнес-информ. – 2006. – № 12. – С. 129–135.
4. Кочкодан В. Б. Синтез механізмів управління структурою капіталу підприємства: автореферат дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.04 / В. Б. Кочкодан. – Хмельниц. нац. ун-т. – Хмельниц., 2008. – 20 с.
5. Швиданенко Г. О. Управление капиталом предприятия: навчальний посібник / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук – К.: КНЕУ, 2006. – 440с.
6. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс : В 2 т. / Пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Институт «Экономическая школа», 2004. – 497 с.
7. Яремко І. Й. Управление капиталом предприятия: економічний і фінансовий інструментарій : Моногр. / І. Й. Яремко – Львів : Каменяр, 2006. – 176 с.