

Імплементація традиційних моделей структури капіталу в сучасних умовах для ефективного функціонування підприємств

Антипенко Надія Василівна, д.е.н., професор
ORCID ID 0000-0003-4132-4709

Климович Ольга Романівна, студент
ORCID ID 0000-0001-5422-8578
КПІ ім. Ігоря Сікорського

У сучасному світі управління бізнесом є складним та динамічним явищем, яке вимагає не лише стратегічного бачення, але й ефективного керування ресурсами. Одним із важливих аспектів функціонування бізнесу є визначення та впровадження доцільної структури капіталу. Будь-який бізнес потребує інвестицій, і вироблення правильної стратегії структури капіталу визначає рівень успішності підприємства, тобто його фінансовий стан, ефективність управління та задоволеність інвесторів.

Структура капіталу є важливою підсистемою фінансового управління, окреслюючи співвідношення між власним та позичковим капіталом компанії. Основні завдання — забезпечити прибутковість інвестицій та мінімізувати ризики, формуючи ефективну балансову стратегію. На шляху до визначення оптимальної структури капіталу, компанії піддаються впливу різноманітних факторів, включаючи ринкові умови, вимоги інвесторів та оподаткування. В даному контексті виникає ряд теорій, які допомагають підприємствам розуміти та визначити оптимальний шлях розвитку компанії. Починаючи від теорії чистого доходу, яка покликана максимізувати вартість акцій через дивіденди, до теорії Модільяні-Міллера, яка розглядає вплив податків на структуру капіталу, кожна з них пропонує унікальний підхід до досягнення фінансової ефективності[1].

Структура капіталу компанії визначається як рівновага між борговим та власним капіталом. Ця рівновага є критично важливою для фінансового управління підприємством і має значущий вплив на його економічну стабільність та ефективність використання ресурсів.

Борговий капітал становить позики та зобов'язання, які компанія повинна повернути. Власний капітал являє собою внески власників компанії та резерви, які не потрібно повертати.

Формуючи оптимальну структуру капіталу, важливо розуміти її залежність від конкретної ситуації та цілей самої компанії. Деякі підприємства більше покладаються на борговий капітал, оскільки це може знизити витрати капіталу, але при цьому вони мають фіксовану відповідальність за виплату відсотків та повернення позиченого капіталу. Інші компанії можуть обрати варіант, де буде більше власного капіталу для зниження фінансового ризику та очікувати забезпечення більшої фінансової стабільності. Проте, це може призвести до зменшення виплат акціонерам.

Важливо також враховувати ризики, пов'язані зі зміною рівня боргового капіталу, такі як високі відсоткові ставки та можливість фінансових труднощів у разі зростання економічної нестабільності у країні. Кожен бізнес та компанія потребують інвестицій або фінансової підтримки для свого довгострокового функціонування. Розуміння цієї фінансової допомоги та процедури поетапного інвестування в галузь відоме як структура капіталу. Розрахунок структури капіталу та підготовка плану залежить від типу бізнесу. Оцінка структури повинна підтримуватися таким чином, щоб показник рентабельності інвестицій завжди був достатньо високим.

Зрозуміти та вибрати оптимальну структуру капіталу – це завдання, що стоїть перед будь-яким підприємством. У цьому контексті важливо розглядати внутрішні та зовнішні фактори, які впливають на вибір підприємця. З точки зору внутрішніх факторів, структура капіталу підприємства чи стартапу залежить від його розміру, мети та галузі. Також вік фірми та складений бізнес-план відіграють активну роль у формуванні фінансів компанії.

Однак важливо саме збалансувати використання боргового та власного капіталу, враховуючи конкретні умови та цілі бізнесу.

Зовнішні фактори складаються з невіддільної власнику компанії політик, що провадяться та документованих процедур. Зокрема, до зовнішніх факторів відносяться податкова політика, економічні коливання на ринку, рівень конкуренції та курс валют. Серед додаткових, але не менш важливих факторів, визначають природу інвестора, стан ринку капіталу та політику фінансових установ. Залежно від типу бізнесу, сезонні коливання ринку також суттєво впливають на структуру капіталу. Врахування цих факторів у процесі формування структури капіталу допомагає компаніям адаптуватися до змін у зовнішньому середовищі та максимізувати ефективність свого фінансового управління [1].

Розглянемо три найважливіші та найпопулярніші теорії управління структурою капіталу.

Однією з теорій щодо структури капіталу стала теорія чистого операційного доходу, яку висунув Девід Дюранд. Він наголошував, що борг є джерелом фінансування, оскільки він має нижчу процентну ставку, усуває фактор ризику та відіграє значну роль у вирахуванні витрат з податку на прибуток. За словами автора, зміни в структурі капіталу не впливають на ринкову вартість компанії. Загальна вартість власного капіталу може залишатися незмінною незалежно від частки боргу. Тобто, якщо компанія бере більше боргів для залучення інвестицій, її структура капіталу збільшується в розмірі, а середньозважена вартість капіталу (WACC) зменшується, що призводить до підвищення вартості компанії [2].

У даному підході до теорії структури капіталу вартість капіталу є функцією структури капіталу. Однак, важливо пам'ятати, що цей підхід передбачає оптимальну структуру капіталу, тобто при певному співвідношенні позикового та власного капіталу його вартість є мінімальною, а вартість фірми — максимальною.

Середньозважена вартість капіталу (WACC) являє собою середню вартість капіталу компанії після сплати податків з усіх джерел, включаючи звичайні й привілейовані акції, облігації та інші форми боргу. Таким чином, WACC – це середня ставка, яку компанія очікує заплатити для фінансування свого бізнесу.

$$WACC = \left(\frac{E}{E + D} Re \right) + \left(\frac{D}{E + D} Rd(1 - Tc) \right), \quad (1)$$

де E — ринкова вартість власного капіталу фірми, D — ринкова вартість боргу фірми, Re — вартість власного капіталу, Rd — вартість боргу, Tc — ставка корпоративного податку[2].

WACC розраховується шляхом множення власного капіталу та вартості боргу на відповідний ваговий коефіцієнт, а потім додавання цих результатів.

Показник WACC сьогодні розраховується в різних програмних середовищах, зокрема Microsoft Excel є одним з популярних і зручних інструментів для виконання цього завдання. Цей табличний процесор надає широкі можливості для роботи з числовими даними, використання формул та створення складних фінансових моделей. Інші програмні середовища, такі як Python, R, або фінансові застосунки, як Bloomberg Terminal чи MATLAB, також можуть бути використані для розрахунку WACC, але вони вимагають більшого рівня обізнаності фахівців саме у програмуванні.

Зауважимо, що ще однією важливою теорією є традиційна, яка була висунута Езрою Соломоном та Дж. Фредом Уестоном. Припущення цього підходу цілком пов'язані з теорією чистого доходу. Основним принципом цієї теорії було те, що фірма може зменшити загальну вартість капіталу або збільшити загальну вартість фірми шляхом збільшення частки боргу в її структурі капіталу до певної межі.

Дж.Ф. Уестон вказував, що корпорація функціонує як засіб передачі ризику від власників до кредиторів. Враховуючи те, що внесок власників до статутного капіталу

вирізняє їхній ризик, використання боргового капіталу дозволяє зменшити витрати власників [1].

Практичного використання набула також теорія Модільяні-Міллера, що виникла завдяки поєднанню ідей двох професорів, Франко Модільяні та Мертона Міллера, які вивчали теорію структури капіталу та співпрацювали, щоб розробити тезу нерелевантності структури капіталу. Ця теорія стверджує, що на досконалих ринках структура капіталу, яку використовує компанія, не має значення, оскільки ринкова вартість фірми визначається її прибутковістю та ризиком її базових активів. Відповідно до цієї теорії, вартість бізнесу не залежить від використовуваного методу фінансування та інвестицій компанії [1].

З рештою, підхід Модільяні та Міллера припускає, що податків немає, але в реальному світі це далеко від істини. Більшість країн, якщо не всі, оподатковують компанії. Ця теорія виокремлює податкові пільги, отримані від сплати відсотків. Відсотки, сплачені за позичені кошти, не оподатковуються. Однак це не стосується дивідендів, виплачених на власний капітал. Іншими словами, фактична вартість боргу менша за номінальну вартість боргу через податкові пільги.

Теорія компромісу стверджує, що компанія може компенсувати свої вимоги боргами доти, доки вартість скрути, тобто вартість банкрутства, перевищує вартість податкових пільг. Таким чином, до заданого порогового значення збільшені борги додадуть вартості компанії, а зміна співвідношення боргу та власного капіталу впливає на WACC (середньозважена вартість капіталу). Це означає, що чим вищий борг, тим нижчий WACC. Саме підхід Модільяні та Міллера є одним із сучасних підходів теорії структури капіталу.

Наприкінці XX сторіччя теорія структури капіталу Модільяні-Міллера отримала подальший розвиток шляхом врахування податку на прибуток із власників капіталу. Нова гіпотеза передбачає, що поведінка інвестора залежить від податкових преференцій.

Рівняння, що описує зв'язок між ринковою вартістю фірми з левериджем та фірмою без левериджу, виглядає наступним чином:

$$V_L = V_U + D \left(1 - \frac{(1 - T)(1 - t_e)}{(1 - t_d)} \right), \quad (2)$$

де V_L – ринкова вартість фірми з левериджами (капітал представлений поєднанням боргу та власного капіталу), V_U – це ринкова вартість фірми без левериджів (становить лише власний капітал), D – ринкова вартість боргу, T – ставка корпоративного податку, t_e – ставка податку на прибуток акціонерів, t_d – ставка податку на прибуток боржників [3].

Багато критиків теорії структури капіталу Модільяні-Міллера вважають, що припущення є нереалістичними, на їхню думку ринкова вартість фірми, а також WACC залежать від фінансового важеля.

Отже, структура капіталу компанії визначає найкраще співвідношення боргу та власного капіталу цієї компанії. Оцінка і вибір оптимальної структури капіталу має бути націленим на мінімізацію факторів ризику. Це допоможе компаніям досягати ефективного фінансового управління та забезпечить стійкість у довгостроковій перспективі.

Література:

1. Школьник, І. О., Малиш, Д. О., & Козьменко, Є. С. (2018). Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. *Бизнес Информ*, (3 (482)), 315-322.
2. Borad, S. B. (2022, May 26). Capital Structure Theory – Net Income Approach. *eFinanceManagement*. <https://efinancemanagement.com/financial-leverage/capital-structure-theory-net-income-approach>
3. Y_Fapro. (2023, February 23). Modigliani-Miller Theories of Capital Structure. *FinancialManagementPro.com*. <http://financialmanagementpro.com/modigliani-miller-theories-of-capital-structure/>