

## ТЕОРІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТА ЇХ ВПЛИВ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА

О. Овчар

*Львівський національний університет імені Івана Франка  
79008 м. Львів, проспект Свободи, 18  
e-mail: orestovchar@gmail.com*

*Розглянуто теоретичні основи впливу структури капіталу на фінансову стійкість підприємства. Аргументовано, що від фінансової структури капіталу залежить рентабельність активів та капіталу, платоспроможність підприємства й рівень фінансової стійкості. Систематизовано теорії структури капіталу в дві групи в залежності від відношення об'єкта дослідження – статичні та динамічні моделі. Проаналізовано основні обмеження, які брались до уваги вченими Модільяні та Міллером при обґрунтуванні своєї теорії. У зв'язку з невідповідністю даних теорії сучасним умовам української економіки було висвітлено взаємну індиферентність вартості та структури позикового капіталу. Доведено, що значний вплив на вартість капіталу має ефект негативного відбору, а також людський фактор – очікування стейкхолдерів формують свій вплив на ціну капіталу.*

**Ключові слова:** структура капіталу, вартість капіталу, теорії капіталу, фінансовий леверидж, фінансова стійкість.

У сучасних умовах від фінансової структури капіталу значною мірою залежить формування таких фінансових результатів підприємства як рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, рівень фінансової стійкості та платоспроможності, рівень фінансових ризиків і в кінцевому підсумку ефективність фінансового менеджменту в цілому. Це зумовлює актуальність наукових пошуків в частині поглибленого аналізу теорій структури капіталу та їхньої ролі у сучасних умовах.

Дослідженню проблематики теоретичної концептуалізації процесу формування фінансової структури капіталу присвячені праці таких вчених як: Т. В. Бондаренко, М. І. Петик, Л. С. Селіверстова, Б. В. Сидяга, Б. С. Стеценко та ін. Однак динамічні зміни у ринковому середовищі та нові тенденції у діловому житті країни зумовлюють необхідність продовження наукових пошуків.

Метою статті є узагальнення підходів до визначення структури капіталу та аналіз його впливу на вартість капіталу.

Теорії структури капіталу можна умовно поділити на статичні та динамічні (табл. 1). Статичні теорії виходять з того, що оптимальна структура капіталу існує, і для кожної окремо взятої корпорації вона індивідуальна. Динамічні моделі допускають відхилення від цільової структури капіталу в певний момент часу залежно від умов, що склалися на ринку.

Таблиця 1

**Виділення теорій структури капіталу в залежності від відношення до об'єкта дослідження**

<b>Статичні моделі</b> (пошук оптимальної структури капіталу та дотримання її)	<b>Динамічні моделі</b> (допускають відхилення від цільової структури капіталу в конкретний момент часу і визначають оптимум як часовий ряд)
традиційна теорія теорія Модільяні-Міллера, модель Модільяні-Міллера з урахуванням податків теорія статичного компромісу	концепція протиріччя інтересів (сигнальна теорія, теорія асиметричної інформації та теорія моніторингових витрат) теорія субординації джерел фінансування теорія порядку (ієрархії фінансування) модель стейкхолдерів

*Джерело: складено на основі [9, с. 42].*

Концепція індивідуальності (незалежності) від структури капіталу (концепція Ф. Модільяні та М. Міллера) стверджує неможливість оптимізації структури капіталу та критерієм мінімізації середньозваженої його вартості та за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства, оскільки вона не впливає на ці показники [3, с. 101].

Таким чином, ця теорія показує, що включення більшої частки боргу до структури капіталу не буде збільшувати вартість фірми, оскільки вигода від того, що борг більш дешевий, перекривається тим, що зростає вартість акціонерного капіталу. Втім, це стосується лише випадку, коли оподаткування відсутнє.

При обґрунтуванні свого підходу Ф. Модільяні та М. Міллер ввели певні обмеження, зокрема [7, с. 46]:

- припускається наявність ефективного ринку капіталу, що передбачає, наприклад, безкоштовність інформації, її рівно доступність для користувачів, відсутність трансакційних витрат;
- компанії емітують лише два типи зобов'язань : боргові з безризиковою ставкою та акції (ризиковий капітал);
- вартість капіталу вирівнюється шляхом перекачування капіталу за рахунок кредитів, наданих компаніям фізичними особами;
- очікувані грошові потоки є безстроковими ануїтетами, тобто зростання прибутків не передбачається;
- відсутні податки.

Основні положення теорії структури капіталу Модільяні-Міллера піддаються критиці як з боку вчених, так і з боку практичних працівників. Головним її недоліком є невідповідність більшості теоретичних припущень реальної ситуації, що складається на ринку [7, с. 46]. Проте, подальші дослідження показали, що це не робить істотного впливу на основні висновки, отримані ними. Крім того, деякі з обмежень були уточнені або взагалі зняті. Не дивлячись на привабливість і логічність з позиції математичного обґрунтування залежностей між вартістю компанії та структурою її капіталу, теорія Модільяні-Міллера підпадає під серйозну критику з боку опонентів [3, с. 70-72].

Згодом Модільяні і Міллер розширили межі своїх припущень, врахувавши вплив корпоративних податків і фінансових труднощів, пов'язаних із зростанням ризику. З урахуванням оподаткування було показано, що ціна акцій безпосередньо пов'язана з використанням підприємством позикового фінансування: чим вище частка позикового капіталу, тим вище і цінність акціонерного капіталу. Згідно з

переглянутою теорії Модільяні - Міллера підприємствам варто було б фінансуватися на 100% за рахунок позикового капіталу, так як це забезпечило б їм найвищі курси акцій (цікаво відзначити, що у відповідності з Міжнародними стандартами фінансової звітності (International Accounting Standards (IAS) і International Financial Reporting Standards (IFRS) статутні капітали товариств з обмеженою відповідальністю необхідно визнавати як зобов'язання, тобто позикового капіталу) [3, с. 73].

Графічно підхід Модільяні-Міллера зображено на рисунку 1.



Рис. 1. Підхід Модільяні-Міллера до вартості капіталу[4, с. 101]

Різні дослідники намагалися модифікувати теорії Модільяні-Міллера, для того щоб пояснити фактичний стан речей, пом'якшували багато з початкових умов даної теорії. Вдалося встановити, що деякі з передумов не роблять істотного впливу на результат. Однак при введенні в модель такого фактора, як додаткові фінансові витрати внаслідок незадовільної структури капіталу, картина різко змінюється. Наприклад, економія за рахунок зниження податкових виплат забезпечує підвищення вартості підприємства по мірі збільшення частки позикових коштів у її капіталі, але з деякого моменту при подальшому збільшенні частки позикового капіталу вартість фірми починає знижуватися, оскільки економію на податкових виплатах компенсує зростання витрат від необхідності підтримки більш ризикової структури джерел коштів. Модифікована з урахуванням цього фактора теорія Модільяні-Міллера стверджує:

- надмірне використання позикового капіталу небажано для підприємства;
- кожному підприємству властива своя оптимальна структура капіталу [34, с. 186].

Традиційна теорія структури капіталу передбачає максимізацію застосування позикового капіталу в діяльності підприємства, може призвести до втрати фінансової стійкості та банкрутства (рис. 2).

Теорія статичного компромісу враховує витрати фірми на вихід із кризового становища в результаті фінансового спаду. Суть її полягає у зменшенні вартості фірми при значному збільшенні плеча фінансового важеля. Чим більша заборгованість фірми, тим більша імовірність фінансових потрясінь, оскільки при несплаті боргів у строк втрачається ліквідність, і фірмі набагато важче отримати нову позику для покращення свого фінансового стану. Тобто, чим більше позикового капіталу використовує підприємство, тим вищі фінансові витрати на залучення

позикових коштів і тим менші можливості капіталізації прибутку. Водночас зростає імовірність кризового стану і виникнення значних витрат на його подолання, що суттєво зменшує поточну ринкову вартість фірми [4, с. 181].

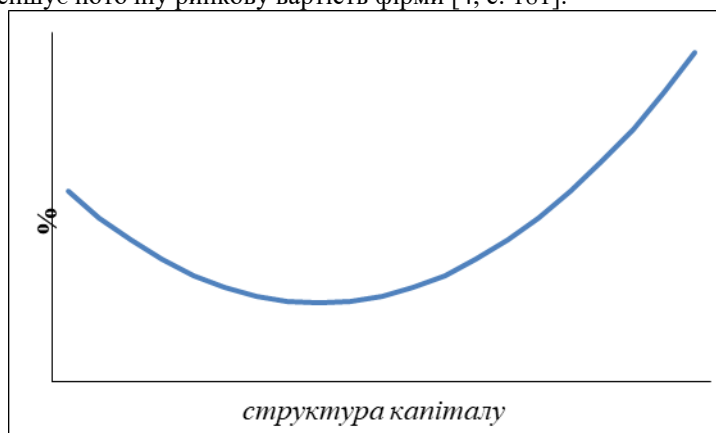


Рис. 2. Традиційний підхід до вартості капіталу [4, с.100]

За певних обставин, незалежно від структури капіталу залучити додаткові фінансові ресурси суб'єкт підприємництва не має змоги незалежно від їхньої вартості, і навпаки – за інших обставин є змога позичити на ринку капіталів нові ресурси за ринковою вартістю незалежно від значення плеча фінансового важеля ділової одиниці. Фактично, дослідження підтверджують постулат Модільяні-Міллера. Проте пояснення зовсім інші, в наших умовах не діють вихідні положення підходу Модільяні-Міллера, адже ми не маємо абсолютно ринкового середовища і мотиви, якими керуються інвестори, теж мають зовсім інші пояснення.

Як показують результати проведених досліджень, вартість фінансових ресурсів та їхня структура взаємноіндиферентні, а графічно їхню взаємодію можна зобразити як перетин двох перпендикулярних прямих.

Більш наближено до практики графічну залежність можна подати на рис. 3 через множину певної конфігурації, а не просто як лінії.



Рис. 3. Взаємна індиферентність вартості позикового капіталу та структури [6]

Таку залежність можна пояснити, перш за все, психологічними мотивами учасників ринку капіталу, зокрема:

- відсутністю на ринку раціональних інвесторів (зосередження пакетів акцій підприємницьких структур у малого кола інвесторів, які відображають інтереси великого капіталу, керуються політичними, “силовими” інтересами);
- відсутністю досвіду вітчизняних фінансових менеджерів у залученні додаткового капіталу;
- обмеженістю ресурсів у кредиторів;
- складністю процедури залучення додаткових джерел фінансування, неможливістю виконання усіх обов’язкових вимог, відсутністю кредитного забезпечення, необхідного для залучення позичок, низьким рівнем кредитоспроможності, законодавчими обмеженнями щодо використання тієї чи іншої форми фінансування, договірними обмеженнями;
- випадковістю, яка зумовлює відхилення від ідеального графіку з двох ліній до множини точок [6].

Іншим поглядом на досліджувану проблематику є концепція протиріччя інтересів, яка складається з трьох теорій:

1) теорія асиметричної інформації базується на припущенні недосконалості ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам щодо перспектив розвитку підприємства. Асиметричність виявляється в тому, що менеджери підприємства володіють більш достовірною інформацією, ніж інвестори та кредитори;

2) сигнальна теорія базується на припущенні про те, що ринок капіталу посилає інвесторам та кредиторам відповідні сигнали щодо перспектив розвитку підприємства на підставі поведінки менеджерів. Так, якщо фірма випускає нові акції, збільшує обсяг інвестицій, підвищує дивіденди, ціна її акцій на ринку цінних паперів зростатиме. І навпаки, коли фірма зменшує розмір дивідендів, припиняє інвестування грошових коштів у виробничий розвиток, залучає додаткові зовнішні джерела фінансування, ціна її акцій на ринку цінних паперів неодмінно падатиме;

3) теорія моніторингових витрат (“теорія витрат на здійснення контролю”) базується на різних інтересах на рівні інформованості власників та кредиторів підприємства [4, с. 102].

Теорія порядку (ієрархії фінансування) ґрунтується на дії асиметрії інформації. Розробниками даної теорії є економісти С. Майєрс та Н. Майлуф. Згідно зазначеної теорії фірми застосовують певний порядок відбору джерел фінансування у разі необхідності залучення нового капіталу: надаючи перевагу внутрішнім джерелам фінансування, а з зовнішніх джерел – борговому фінансуванню перед емісією акцій (що може пояснюватися небажаним витоком інформації – кредитні договори зазвичай конфіденційні, тоді як негативні результати випуску акцій миттєво стають відомі ринку і негативно впливають на настрої інвесторів). Причина полягає в асиметрії інформації та ефекті негативного відбору (витіснення з ринку гіршими агентами кращих) між менеджерами та потенційними інвесторами, які можуть вимагати невиправдано високу ставку доходності.

Ефект негативного відбору вперше описаний Нобелівським лауреатом Дж. Акерлофом у роботі “Ринок “лимонів”: невизначеність якості та ринковий механізм”. Ефект негативного відбору на кредитному ринку полягає у тому, що зависокі відсоткові ставки кредитних установ збільшують кількість ризикових позичальників, що змушує підвищувати відсоткові ставки та обмежує доступ до

кредитів іншим підприємствам. Існує залежність між “якістю” агента та рівнем встановлюваної винагороди за надані послуги (в даному випадку кредит). Якщо кредитор не в змозі виявити “якість” позичальника до укладання контракту, ефект негативного відбору на ринку буде зростати. Згідно Дж. Акерлофа, для фірм-позичальників можливі два варіанти формування фінансових ресурсів: 1) мати позитивну репутацію та гарантувати виконання зобов’язань; 2) використовувати капітал, наявний в межах корпорацій. Таким чином, прибуткові фірми можуть забезпечувати більшість своїх інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку, тоді як менш прибуткові чи збиткові – за рахунок зовнішнього фінансування. Таким чином, більш прибуткові фірми очікувано матимуть менший рівень леввериджу, ніж у менш прибуткових [2, с. 47].

Через асиметрію інформації внутрішні джерела фінансування мають декілька переваг перед зовнішніми джерелами з точки зору фірми:

- менеджери не мають необхідності розкривати конфіденційну інформацію про вартість активів або вартість нових інвестицій;
- фірма може уникати зовнішнього фінансування через його значну вартість, оскільки буде занадто дорого чи навіть неможливо для фірми достовірно інформувати потенційних інвесторів, які можуть вважати надану інформацію не вартою довіри, нецільовою та викривленою;
- фірма може уникнути агентських витрат, які є результатом конфлікту інтересів менеджерів та постачальників зовнішніх фондів.

Перевагу боргу над емісією можна також пояснити через теорію ієрархії фінансування та інформаційної асиметрії. Асиметрія інформації значно сильніше проявляється на ринку акцій, ніж борговому через наступні причини:

- позичальники детально аналізуються банками до та після надання кредиту. Банк вимагає заставу, якщо фірма буде не в змозі погасити свої зобов’язання. Відсотки виплачуються регулярно на контрактній основі та незалежно від прибутковості діяльності. У разі банкрутства фірми, кредитори мають переважне право на задоволення своїх вимог;
- емісія акцій може бути сприйнята як неможливість отримання коштів з інших джерел (винятком може слугувати IPO, яке має також певну іміджеву функцію), тому інвестори можуть дійти висновку, що вкладати кошти в ці цінні папери надто ризиковано або фірма вже досягла граничного рівня боргового навантаження.

Особливої уваги, на нашу думку, заслуговує модель стейкхолдерів, яка ґрунтується на залежності структури капіталу від зовнішнього середовища. Стейкхолдери – власники очікуваних у майбутньому зобов’язань підприємства (споживачі, постачальники, працівники, конкуренти, суспільне середовище). Засновники теорії стейкхолдерів акцентують увагу на значному негативному впливі на структуру капіталу шоків, як то: повернення продукції, затримки у виробництві та поставках тощо. Тобто стейкхолдери нарівні з акціонерами, фінансовими менеджерами впливають на структуру капіталу підприємства.

Від очікувань стейкхолдерів щодо своєчасності та повноти виплат за майбутніми зобов’язаннями напряду залежить ціна, за якою підприємство може продавати свої зобов’язання. Чим вища поточна ціна майбутніх зобов’язань, тим за більш високу ціну та в більшій кількості підприємство продає свої зобов’язання. Формування сприятливих очікувань стейкхолдерів у свою чергу повністю визначається тим, наскільки підприємству вдасться підтримувати імідж надійного емітента майбутніх

зобов'язань[5, с. 126]. Від лояльності стейкхолдерів залежить ціна майбутніх зобов'язань і, відповідно, вартість підприємства в цілому.

Висновки і перспективиподальшихрозвідок. При формуванні фінансової структури капіталу враховують вплив таких факторів: галузеві особливості підприємницької діяльності; стадію життєвого циклу підприємства та темпи його розвитку; стабільність реалізації продукції; структуру витрат і рівень операційного левериджу; рівень рентабельності діяльності; рівень оподаткування прибутку підприємства; необхідність забезпечення резерву кредитосемності; кон'юнктуру товарного і фінансового ринку; ставлення кредиторів до підприємства.

Акцентовано увагу на моделі стейкхолдерів, яка ґрунтується на залежності структури капіталу від зовнішнього середовища. При цьому стейкхолдери є власниками очікуваних у майбутньому зобов'язань підприємства (споживачі, постачальники, працівники, конкуренти, суспільне середовище). Роль стейкхолдерів полягає у формуванні певних очікувань щодо роботи тої чи іншої компанії, перспектив її розвитку тощо, а відтак саме такі очікування зумовлюють поточну кон'юнктуру на ринку відповідних товарів чи послуг.

1. Бондаренко Т. В. Аналіз основних джерел формування власного капіталу на промисловому підприємстві / Т.В. Бондаренко // Економіка. Управління. Інновації. – 2013. – Вип. 2 (10). – С. 29-32
2. Корнилюк А. В. Аналіз розвитку теорій структури капіталу підприємств /А. В. Корнилюк// Проблемыматериальнойкультуры – ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ - №2 – 2013 - С. 47-50
3. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – Київ : Центр учбової літератури, 2009. – 518с.
4. Кузнецова С.А. Фінанси підприємств : практикум : навчальний посібник / С.А. Кузнецова, В.М. Вареник, М.М. Авчулич ; за загальною редакцією С.А. Кузнецової. - Дніпропетровськ : Дніпропетровський університет імені Альфреда Нобеля, 2013. – 254с.
5. Мельник М.В. Концептуальні напрямки оптимізації структури капіталу / М.В. Мельник // Фінансова політика та економічне регулювання – Наукові праці НДФІ 1(50) – 2010 – С. 121-130
6. Петик М. Оптимізація структури джерел фінансових ресурсів підприємств в Україні / М. Петик // Вісник Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені ак.Лазаряна. – 2012. – Вип.3 (42). – С. 201-209.
7. Селіверстова Л.С. Методологічні засади управління вартістю капіталу сучасної корпорації /Л.С. Селіверстова/ Публічне адміністрування : теорія та практика. Електронний збірник наукових праць – Випуск 2(16) – 2014 – С. 44-51.
8. Сидяга Б.В. Проблеми формування та використання прибутку комерційних підприємств / В. Б. Сидяга // Економіка та управління підприємствами – Випуск III (55) – 2014 – С. 144-152.
9. Стеценко Б.С. Дивідендна політика в контексті корпоративної соціальної відповідальності : полемічні аспекти / Б.С. Стеценко, Є.А. Бобров // Корпоративні фінанси - № 9 – 2012 – С. 59-62.

#### References

1. Bondarenko, T. V. (2013), Analiz osnovnykh dzherel formuvannia vlasnoho kapitalu na promyslovomu pidpruiemstvi. [Analysis of the main sources of the forming of equity

- on the industrial enterprise]. *Ekonomika. Upravlinnia. Innovatsii.–Economics. Management. Innovation*, 2 (10),29-32 [in Ukrainian].
2. Kornyluk, A. V. (2002). Analiz rozvytku teorii struktury kapitaly pidpriemstv [Analysis of the development of the theories of the capital structure]. *Problemy materialnoi kultury. Ekonomicheskii nauki – Problems of material culture. Economical studies*, 2, 47-50 [in Ukrainian].
  3. Kramarenko, G. O. (2009). *Finansovyi menedzhment [Financial management]*. Kyiv: Centr Uchbovnoi Literatury [in Ukrainian].
  4. Kuznetsova, S. A. & Varenyk V. M., & Avkylych M. M. (2013). *Finansy pidpriemstv: praktykym: navchalnyi posibnyk [Finance of enterprises: practicum: tutorial]*. *Dnipropetrovskii universytet imeni Alfreda Nobela – Alfred Nobel Dnipro University* [in Ukrainian].
  5. Melnyk, M. V. (2010). Kontseptyalni napriamky optymizatsii struktury kapitaly [Conceptual directions of the optimization of the capital structure]. *Visnyk Natsionalnoi akademii nauk Ukrainy. Finansova polityka ta ekonomichne rehuluvannya. Naukovi pratsi NDFI – Financial policy and economic regulation. Bulletin of the Scientific works of NDFI*, 1 (50), 121-130 [in Ukrainian].
  6. Petyk, M. I. (2012). Optymizatsia struktury dzherel finansovykh resursiv pidpriemstv v Ukraini [Optimization of the structure of the sources of financial resources of enterprises in Ukraine] *Visnyk Dnipropetrovskoho natsionalnoho universytetu zaliznychnoho transportu imeni ak. Lazaryana. – The Bulletin of Lazaryan Dnipro National university of Rail transport*, 3 (43), 201-209 [in Ukrainian].
  7. Seliverstova L. S. (2014) *Metolohichni zasady upralinnia vartistiu kapitalu suchasnoi korporatsii [Methodologica lbasics of the capital value management of the modern corporation]*. *Publichne administruvannya: teoriia ta praktyka. Elektronnyi zbirnyk naukovykh prats. – Public administration: theory and practice. Electronical collection of scientific works*, 2(16), 44-51 [in Ukrainian].
  8. Sydaha, V. B. (2014). Problemy formuvannia ta vykorystannia prybutky komertsiiynykh pidpriemstv [The problematics of the forming and usage of the profit of the commercial enterprises]. *Ekonomika ta upravlinnia pidpriemstvami– Economics and the enterprise management*, 3 (55), 144-152 [in Ukrainian].
  9. Stetsenko, B. S. & Bobrov, I. A. (2012) *Dyvidendna polityka v konteksti korporativnoi sotsialnoi vidpovidalnosti: polemichni aspekty [Dividend policy in the context of corporate social responsibility: polemical aspect]*. *Korporativni Finansy– Corporate finances*, 9, 59-62 [in Ukrainian].

## THEORIES OF THE CAPITAL STRUCTURE AND THEIR INFLUENCE ON THE MARKET PRICE OF AN ENTERPRISE

O. Ovchar

*Ivan Franko National University of Lviv  
79008, Lviv, Svoboda Avenue, 18  
e-mail: orestovchar@gmail.com*

The article discusses the theoretical basics of the influence of the capital structure on financial stability of the enterprise. It was defined, that there is a dependency of the profitability from financial structure of the capital, the ability of the enterprise to pay its debts and the level of financial stability. There was analyzed the theories of capital structure and divided in two groups – stable and dynamical ones. To the stable we have counted traditional theory, theory of Modigliani Miller and the theory of the static compromise. To



the dynamical theories belong the concept of the interests, theory of the financial sources subordination, the model of stakeholders and the theory of the order. The main emphasis was made on the Modigliani-Miller and traditional theory. Also, some limitations were given, which were taken into account by scientists Modigliani and Miller while proving their theory. Given that the real conditions of Ukrainian economy are different, there was highlighted the theory of the indifference of the capital value to capital structure. This was proved based on the psychological motives of the market members – the absence of the rational investors on the market, the absence of the experience in involving additional capital by top-managers, the limited resources and the complications in the procedure of the capital gaining. Besides that, the effect of the negative selection, which was proved by Akerlof, makes its impact. The asymmetry of the information will not enable to fulfill traditional theories as well. In the addition, all managers should take into account that the stakeholder's expectations are non-financial factor, that forms the price of the capital. Given that, all psychological and financial factors are combined together in the concept of the the theory of the indifference.

**Keywords** capitalstructure, capitalprice, capitaltheories, financialleverage, financialstability.