

8. The Global Competitiveness Report 2011 - 2012© World Economic Forum [Електронний ресурс] – Режим доступу: www3.weforum.org/doc/ - Назва з екрану.

9. Статистичні дані про державну підтримку книговидавництва в країнах СНД [Електронний ресурс] http://uabooks.info/ua/book_market/statistics/?pid=993.

10. Жамойда А.А. Управление финансовой конкурентоспособностью предприятий хлебопекарной промышленности в условиях кризиса // Менеджер. – 2009. - № 1 (47). – С.98-107.

11. Теремко В.І. Основні засади видавничого бізнесу: Учебний посібник. – К.: Знання. – 2010. – 192 с.

12. Власть хочет отменить льготы для украинской книги – [Електронний ресурс] – Режим доступу: [PrintDaily.com.ua.rss / 1409](http://PrintDaily.com.ua.rss/). - Назва з екрану.

13. Партин Г.О. Фінанси підприємств: навч.посібник / А.Г.Загородній, Г.О.Партин. – Львів. – ЛБІ НБУ. – 2003. – 265 с.

14. Котляр М.Л. Оцінка фінансової стійкості підприємства на базі аналітичних коефіцієнтів // Фінанси України. – 2005. - №1. – С.113-117.

15. Островська О. А. Фінансовий стан та фінансова стійкість підприємства: теоретичні аспекти визначення їх суті // Стратегія економічного розвитку України: Науковий збірник. Вип 4 (11) / Голов.ред. О. П. Степанов. - К.: КНЕУ. – 2002. – С.182-187.

16. Козак В. Г. Удосконалення методики аналізу фінансового стану в підприємствах України // Економіка АПК. – 2005. – №3. – С.35-43.

17. Кочетков В.М. Організація управління фінансовою стійкістю банку в ринкових умовах: Монографія. – К.: Видавництво Європейського університету, 2003. – 300 с.

УДК 658.15

І.В.Ісар,

Буковинський державний фінансово-економічний університет,
м. Чернівці

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ЯК ПЕРЕДУМОВА ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА: ПРОБЛЕМИ ТА НАПРЯМКИ ЇХ РОЗВ'ЯЗАННЯ

У статті розглядаються основні проблеми щодо визначення оптимальної структури капіталу українських підприємств за різноманітними критеріями та вказуються основні шляхи удосконалення методики визначення оптимальної структури капіталу.

В статье рассматриваются основные проблемы по определению оптимальной структуры капитала украинских предприятий по различным критериям и указываются основные пути совершенствования методики оптимизации структуры капитала.

The paper discusses the main issues concerning the definition of optimal capital structure of Ukrainian enterprises according to various criteria and indicate the main ways to improve methods of optimizing capital structure.

Ключові слова: капітал, структура капіталу, ефект фінансового левериджу, середньозважена вартість капіталу, оптимізація структури капіталу.

Сучасне економічне становище потребує від власників та фінансових менеджерів підприємств ефективного управління, уважного контролю та своєчасного коригування структури капіталу підприємства, оскільки саме оптимальна структура капіталу дозволяє отримувати максимальний прибуток, рентабельність, фінансову стійкість та високі показники ліквідності й платоспроможності. Тому можна говорити про необхідність проведення подальших досліджень щодо питань оптимізації структури капіталу та розробці на цій основі досконаліших методологій оцінки оптимальної структури фінансових ресурсів, яка б враховувала передові досягнення в цій галузі багатьох вчених.

Серед вітчизняних вчених методологічні аспекти оптимізації структури

капіталу досліджували Ю.Н. Воробйова, І.А. Бланк, Г.Г. Кірейцев, В.В. Ковальов, Р.С. Квасницька, Г.А. Семенов, О.Г Борщ.

Серед зарубіжних теорій у галузі управління структурою капіталу найбільш відомою є теорія, висунута в 1958 р. американськими економістами Ф. Модільяні та М. Міллером (у літературі вона позначається як ММ).

Метою дослідження є обґрунтування теоретичних засад та методичних підходів щодо оптимізації структури капіталу підприємств та визначення основних напрямків їх удосконалення.

У сучасних умовах ринкової економіки досить гостро постає питання щодо визначення оптимального співвідношення між позиковим та власним капіталом підприємства. Співвідношення між цими двома елементами капіталу визначає поняття «структура капіталу».

Дослідженням проблеми визначення оптимальної структури капіталу займалось багато вітчизняних та зарубіжних вчених.

Так, наприклад, І.А. Бланк визначає термін структури капіталу як співвідношення всіх форм власних та залучених фінансових ресурсів, які використовуються підприємством у процесі господарської діяльності для фінансування активів [1, с. 28].

В.В. Ковальов розмежовує поняття «фінансова структура» та «структура капіталу» підприємства. Фінансову структуру підприємства він визначає як сукупність мобілізованих джерел фінансування, розглядаючи її як статус-кво в засобах фінансування діяльності підприємства. Другий термін, на його погляд, належить до більш вузької частини джерел коштів – довгострокових пасивів та власного капіталу [2, с. 43].

На думку І.А. Бланка, оптимальна структура капіталу становить таке співвідношення використання власних і позикових коштів, за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість [1, с.56]. На нашу думку, таке співвідношення дасть можливість не лише підвищити рентабельність власного капіталу за рахунок використання позикових коштів, але й при цьому забезпечується фінансова стійкість, оскільки надмірне залучення позикового капіталу збільшує фінансову залежність підприємства.

Якщо розглядати думку Г.А. Маховикова та В.Є. Кантора, то вони вважають, що оптимальною є структура, яка мінімізує вартість капіталу, а отже, максимізує добробут власників організації та ціну їхніх акцій [3, с. 36]. Якщо враховувати при оптимізації структури капіталу лише один фактор, зокрема мінімізувати вартість капіталу, то при цьому ігноруються інші фактори діяльності підприємства. Так, якщо дія цього фактора в основному базується на тому, що за рахунок дії податкового коректора на вартість позикового капіталу зменшується середньозважена вартість капіталу, при прийнятті рішення про залучення капіталу може не враховуватись фінансовий стан підприємства. Тому можна говорити про те, що основним недоліком цієї теорії є її монофакторна спрямованість.

Досить цікаву думку в галузі оптимізації структури капіталу висунули В.М. Мельник та І.В. Котькалов, які запропонували формувати структуру капіталу таким чином, щоб мінімізувати майбутні альтернативні витрати платежів за майбутніми зобов'язаннями. Відтак підприємство починає фінансувати свою діяльність з випуску звичайних акцій, потім по необхідності переходить до гібридних цінних паперів та боргових зобов'язань і тільки в крайньому випадку залучає резерви власного капіталу. При цьому в основі їх досліджень використовувалась модель стейкхолдерів [7, с. 126].

Якщо спостерігати за всіма теоріями, то можна виявити певну дилему між незалежністю і прибутковістю підприємства. Тому при оптимізації структури капіталу потрібно використовувати диференційований підхід, який би враховував дію багатьох факторів.

Серед критеріїв оптимізації структури капіталу виділяють такі: критерій максимізації рівня фінансової рентабельності; критерій мінімізації середньозваженої вартості; критерій мінімізації рівня фінансових ризиків [4, с.67].

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності передбачає використання механізму фінансового левериджу. При цьому для розрахунку ефекту фінансового левериджу використовують таку формулу:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{Спп}) \times (\text{Квра} - \text{Св}) \times \text{ЗК} : \text{ВК} \quad (1),$$

де Спп – ставка податку на прибуток;

Квра – коефіцієнт валової рентабельності активів, %;

Св – ставка відсотка за кредит, що сплачується підприємством за використання залученого капіталу, %;

ЗК – середня сума залученого капіталу;

ВК – середня сума власного капіталу.

Не існує єдиної думки щодо розрахунку коефіцієнта валової рентабельності активів. Так, І.О. Бланк вважає, що вона визначається як «... відношення валового прибутку до середньої вартості активів» [1, с. 98].

На думку І.Й. Яремко, що це відношення чистого прибутку до середньої вартості активів [4, с. 14].

З метою аналізу у формулі розрахунку ефекту фінансового левериджу виділяють три складові:

- 1) податковий коректор фінансового левериджу;
- 2) диференціал фінансового левериджу;
- 3) коефіцієнт фінансового левериджу.

Ефект фінансового левериджу (важеля) показує приріст рентабельності власного капіталу завдяки використанню кредитів.

На практиці використання цього методу оптимізації структури капіталу не завжди можливе. Так деякими дослідниками, зокрема І.В. Викиданцем, при обґрунтуванні цього методу оптимізації структури капіталу не вказується головна умова його використання, за якої рентабельність діяльності

підприємства, зокрема його активів, має бути вища відсотків за кредит. Так, на необхідності врахування цієї умови наголошує А.М. Ткаченко, у дослідженнях якого зазначається, що ефект фінансового важеля можуть використовувати лише високорентабельні підприємства [11, с. 298].

Для того, щоб визначити оптимальну структуру капіталу, на практиці будують імітаційні моделі, які визначають різне співвідношення в структурі джерел фінансування власного і позикового капіталу. За кожною з моделей визначають значення ефекту фінансового левериджу. Найкращий варіант визначають на основі найбільшого значення ефекту фінансового левериджу.

Використання імітаційних моделей дає можливість приблизно визначити оптимальну структуру, але не точно. Тому якщо використати математичний апарат і представити значення ефекту фінансового левериджу, як значення певної функції $f(x)$, а відношення позикового капіталу до власного визначити як значення x , то можна побудувати математичну функцію, яка дасть можливість точно визначити оптимальне співвідношення між позиковим і власним капіталом. Вона буде мати наступний вигляд:

$$F(x) = (1 - \text{Спп}) * (\text{Квва} - \text{Св}) * x \longrightarrow \max \quad (2)$$

Якщо знайти таке значення x , при якому значення функції $F(x)$ буде максимальним, тобто знайти екстремуми функції, то відповідне співвідношення між позиковим і власним капіталом, яке ми виразили через x , буде визначати оптимальну структуру капіталу підприємства, при якій максимізується рентабельність власного капіталу.

Головним недоліком даного методу, як уже зазначалось раніше, є те, що він враховує лише один фактор – максимізацію рентабельності власного капіталу. І не враховує дію інших факторів. Тому багатьма дослідниками, зокрема Р.С. Квасницькою, І.А.Бланком, Г.А.Семеновим, обґрунтовано необхідність управління цільовою структурою капіталу підприємства, суть якої полягає в тому, що при оптимізації структури капіталу використовуються два критерії: максимізація рентабельності підприємства та фінансова стійкість.

Так, А.Г.Семенов, пропонує, щоб фінансовий важіль одночасно позитивно впливав і на рентабельність власного капіталу, і на фінансову стійкість, необхідним є і значення ефективного співвідношення між миттєво ліквідним і майновим забезпеченням зобов'язань підприємства, тобто потрібний розрахунок рівня фінансового важеля не тільки в структурі серед фінансування майна підприємства (тобто у фінансовій структурі капіталу), але і в структурі активів (майновій структурі підприємства).

Оскільки фінансова стійкість пов'язана з можливістю фінансового забезпечення погашення боргів підприємства, то при визначенні шляхів оптимізації фінансової цільової структури капіталу доцільний ряд з дослідженням особливостей фінансової структури капіталу, який являє собою співвідношення власного і позиченого капіталу та дає можливість оцінити і його майнову структуру. Саме раціональна структура майна підприємства є позитивним чинником зростання рівня фінансової стійкості підприємства [6, с. 166].

Р.С. Квасницька пропонує, щоб структура капіталу за його розміщенням у активах була однорідно-поєднаною із структурою капіталу за джерелами фінансування майна підприємства, використання структурного співвідношення капіталу за його формою як співвідношення майна (активів) у грошовій та негрошовій формах, а за змістом – як співвідношення сукупного власного та запозиченого капіталів. При цьому, щоб досягалась фінансова стійкість, фінансовий важіль майнової структури, тобто співвідношення активів у грошовій і негрошовій формі, має бути більшим фінансового важеля фінансової структури (відношення позикового капіталу до власного) [12, с. 5].

Досить вагомим недоліком цього методу є те, що в практичній площі знайти таку пропорцію, яка б максимізувала рентабельність власного капіталу і водночас підвищувала фінансову стійкість підприємства досить важко, оскільки використання одного методу призводить до негативного розвитку результатів іншого методу оптимізації капіталу.

Ще одним критерієм, за допомогою якого визначають оптимальну структуру капіталу, є мінімізація його середньозваженої вартості.

Досить ґрунтовні дослідження в галузі оцінки середньозваженої вартості капіталу здійснені О.О. Терещенком. Так, для визначення середньозваженої вартості капіталу він пропонує використовувати таку формулу:

$$WACCs = K_{вк} (BK / K) + (1 - s) K_{пк} (PK / K) \quad (3),$$

де $K_{вк}$ – очікувана ставка вартості власного капіталу;

$K_{пк}$ – очікувана ставка вартості позикового капіталу;

K – сума капіталу підприємства;

BK – сума власного капіталу підприємства;

PK – сума позикового капіталу підприємства;

s - коефіцієнт, що характеризує ставку податку на прибуток.

Очікувана ставка вартості позикового капіталу визначається на основі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами та включає в себе всі витрати, пов'язані із залученням позикового капіталу. Ця ставка може відповідати кредитній ставці, за якою підприємство залучає кредити.

Досить проблематичним є розрахунок очікуваної ставки вартості власного капіталу, при цьому дослідником виділяються такі основні методи її розрахунку: модель оцінки доходності капітальних активів (CAPM); суб'єктивна оцінка; використання показника, оберненого до відношення ринкового курсу до чистого прибутку на одну акцію; модель приросту дивідендів (Гордона).

На практиці найчастіше використовують два перших методи.

На основі зазначеної методики складаються імітаційні моделі, що характеризують різне співвідношення власного і позикового капіталу. Для кожної з моделей визначають середньозважену вартість капіталу. Та модель, для якої середньозважена вартість капіталу є найменшою, й визначає найоптимальніше співвідношення власного і позикового капіталу. Проте використання імітаційних моделей не дає точного результату. Тому варто виразити середньозважену вартість капіталу, як значення функції $f(j)$, в якій j – питома вага власного капіталу, тобто:

$$j = BK/K \quad (4).$$

Оскільки суми питомих ваг власного і позикового капіталу дорівнюють 1, то питому вагу позикового капіталу можна виразити як:

$$PK/K = 1 - j \quad (5).$$

На основі таких підстановок ми отримуємо функцію:

$$f(j) = j \cdot K_{вк} + (1 - s) \cdot (1 - j) K_{пк} \longrightarrow \min \quad (6).$$

Потім задану для цієї функції визначають її екстремуми, тобто мінімальне і максимальне значення. І значення j , при якому функція набуватиме своє найменше значення, буде показником оптимальної структури капіталу підприємства.

На основі проведеного дослідження можна сказати, що аналізом проблеми оптимізації структури капіталу займалось багато як зарубіжних, так і вітчизняних вчених. При цьому між ними постійно велись дискусії щодо визначення критеріїв, за якими варто визначати оптимальну структуру.

Нами було виявлено один з основних недоліків, який притаманний всім методикам оптимізації структури капіталу. Він полягає в тому, що всі вони є монофакторними, тобто враховують дію лише одного фактора. При цьому для прикладу не враховують негативний вплив зростання частки позикового капіталу на фінансову стійкість та незалежність підприємства. Так деякими вченими визначались моделі, за якими оптимальною структурою капіталу була така, в якій частка позикового капіталу становила понад 50 %.

У процесі дослідження на практиці часто виникає потреба точно визначити оптимальну структуру капіталу. Використовуючи імітаційні моделі, можна лише приблизно визначити необхідне співвідношення власного і позикового капіталу.

Тому нами було запропоновано дві математичні моделі, які представлені у вигляді математичних функцій, що дають можливість точно визначити оптимальну структуру капіталу. Для того щоб знайти оптимальну структуру капіталу за цими моделями, потрібно знайти екстремуми цих функцій, тобто їх мінімальні і максимальні значення, які і будуть відповідати оптимальному співвідношенню власного і позикового капіталу.

Список використаних джерел:

1. Бланк, И. А. Управление формированием капитала / И.Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
2. Ковалев В.В. Управление финансовой структурой фирмы: учеб. – практ. пособ. / В.В. Ковалев. – М.: ТК Велби; Проспект, 2007. – 256 с.
3. Маховикова Г.А. Инвестиционный процесс на предприятии / Г.А. Маховикова, В.Е. Кантор.- СПб.: Питер, 2001.- 176 с.
4. Яремко І. Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: Монографія / І. Й. Яремко. – Львів: Камінь, 2006. – 176 с
5. Терещенко О.О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень / О.О. Терещенко // Фінанси України. – 2010. - № 9. – С. 77- 90.
6. Семенов Г.А. / Оптимізація структури капіталу підприємства / Г.А. Семенов, А.В. Пелешко // Держава та регіони. – 2010. - № 4. С. 164 – 170.
7. Мельник В.М. Концептуальні напрями оптимізації структури капіталу / В.М. Мельник, І.В. Котькалова // Наукові праці НДФІ. – 2010. - № 1. С. 121 – 130.
8. Наумов Д.О. Економічна сутність механізму структурованого фінансування / Д.О. Наумов // Актуальні проблеми економіки. – 2009. - №7. С. 237 – 251.
9. Музиченко А.О. Методика оптимізації структури фінансових ресурсів / А.О. Музиченко // Економіка АПК. – 2007. - № 9. С. 63 – 67.

10. Викиданець І.В. Методи оптимізації структури капіталу підприємства [Електронний ресурс] // Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/portal/natural/Vetp/2010_29/10louco.pdf

11. Ткаченко А.М. Управління фінансовими ресурсами підприємства та оптимізація вартісної структури капіталу / А.М. Ткаченко, О.І. Коваль // Держава та регіони. – 2006. – №5. – с. 297 – 299.

12. Квасницька Р.С. Управління цільовою структурою капіталу підприємства [Електронний ресурс]: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук: спец. 08.06.01 «Економіка, організація і управління підприємствами» / Квасницька Р.С. Є; Хмельницький національний університет // Режим доступу: www.irbis.kneu.kiev.ua

УДК 3.338.2

А.В.Кругляно, к.е.н., А.Я.Білоус,
Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ,
м. Чернівці

СТРАТЕГІЧНЕ ПЛАНУВАННЯ ЯК ОСНОВА СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ МАЛИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ

У статті розглядаються прикладні аспекти стратегічного планування як основи стратегічного управління малими підприємствами. Акцент робиться на дослідженні суті стратегічного планування підприємства та визначенні важливості його врахування у розробці стратегії управління на малих підприємствах за умов нестабільності зовнішнього середовища.

В статье рассматриваются прикладные аспекты стратегического планирования как основы стратегического управления малыми предприятиями. Акцент делается на исследовании сущности стратегического планирования предприятия и определении важности его учета в разработке стратегии управления на малых предприятиях в условиях нестабильности внешней среды.

The article deals with practical aspects of strategic planning as a basis for strategic management of small businesses. The emphasis is on the study of essence of strategic planning of the enterprise and determination of the importance of its consideration in the development of management strategies for small enterprises in the instability of the environment.

Ключові слова: стратегічне планування, управління, підприємство, стратегія управління, бізнес, довгострокове планування, короткострокове планування.

Сучасний етап розвитку ринкової економіки в Україні, динамізм зовнішнього середовища, мінливість економіко-політичної ситуації дедалі сильніше ускладнюють завдання своєчасної адаптації малих підприємств до тих змін, які відбуваються у всіх сферах життя. Як правило, стратегічне управління пристосовано до середніх та великих підприємницьких структур. Саме тому це поняття звело розуміння стратегічної поведінки малих підприємств до такого управління організацією, при якому основною метою стратегічних рішень є вибір певного набору альтернатив, що поєднують сучасний економічний стан зі стратегічним розвитком підприємства в майбутньому. Таким чином, управлінське рішення визначається новими обставинами, але в той же час має на увазі, що його виконання повинне дати відповідь на виклик з боку зовнішнього оточення і в той же час забезпечити можливість успішної діяльності малого підприємства в майбутньому. У ринковій, динамічній, мінливій економіці малі підприємства не зможуть добитися стабільного успіху, якщо будуть нехтувати плануванням своєї діяльності. Саме тому постійний збір та систематизація інформації як про стан цільової ніші, так і про стан ринку, конкурентів та споживачів, перспективи та можливості є актуальним. Внаслідок цього на перший план виходить стратегічне планування як базова складова стратегічного управління малими підприємницькими структурами. На даному етапі існують