

О. А. Плешакова,
аспірант, КНУ імені Тараса Шевченка
Н. А. Плешакова,
аспірант, КНУ імені Тараса Шевченка

ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА ЯК УМОВА СТАБІЛЬНОСТІ ЙОГО ФІНАНСОВОГО РОЗВИТКУ

У статті досліджено суть поняття "структура капіталу". Проаналізовано основні моделі структур капіталу акціонерних товариств, визначені етапи та методи їх оптимізації.

The article examines the concept of "capital structure". It analyzes basic models of capital structures in joint-stock companies and defines stages and methods of their optimization.

Ключові слова: акціонерне товариство, структура капіталу, оптимальна структура капіталу, фінансові показники.

Key words: joint-stock company, capital structure, optimal capital structure, financial indicators.

ВСТУП

Корпоративний сектор України набуває все більшого значення у розвитку економіки. Переважна більшість підприємств корпоративного типу функціонують у вигляді акціонерних товариств. Акціонерний капітал підприємств виконує основні функції щодо акумуляції ресурсів та служить основою для інтеграційних процесів. В той же час в Україні у зв'язку з реформуванням відносин власності та формуванням корпоративних відносин акціонерний капітал не завжди виконує родову притаманну йому функцію залучення ресурсів, а виступає засобом контролю над акціонерними товариствами та перерозподілу власності. Тому вітчизняні акціонерні товариства не завжди мають оптимальну структуру акціонерного капіталу та відповідну ринкову капіталізацію. Сьогодні немає єдиної концепції, теорії та шляху оптимізації структури капіталу, що є однією з причин неефективного функціонування економіки як на макро-, так і на мікрорівнях [1].

У роботах вітчизняних учених, зокрема В.Базилевича, Д.Баюри, А. Гальчинського, В. Гейця, Є. Григоренка, В. Дементьєва, В. Євтушевського, Ю. Єханурова, П. Єщенко, А. Задой, Ю. Лупенка, В. Мандибури, І. Малого, М. Малика, О. Мендрула, О. Мозгового, О. Кузьміна, Г. Назарова, П. Леоненка, В. Осецького, Є. Панченка, Ю. Петруні, Н. Слободяника, Г. Семенова, дослідженню структури акціонерного капіталу приділяється все більше уваги. Однак розв'язання проблеми формування оптимальної структури акціонерного капіталу потребує подальшого розгляду та доопрацювання. При дослідженні вітчизняних умов формування структури акціонерного капіталу необхідно враховувати зарубіжні напрацювання. Зокрема, йдеться про розробку теоретичних питань щодо принципів функціонування акціонерного капіталу у корпораціях розвинутих країн (А. Берлі, М. Бредлі, М.С. Дженсен, Т. Дженкінсон, В. Меклінг, Г. Мінз). Але на сьогодні немає єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу. Усе це об'єктивно вимагає подальших наукових досліджень щодо пошуку джерел формування оптимальної структури акціонерного капіталу з врахуванням конкретних умов діяльності акціонерних товариств.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою статті є визначення ролі оптимізації структури капіталу в системі управління капіталом, аналіз ос-

новних моделей оптимізації структури капіталу, формування етапів та визначення методів оптимізації структури капіталу в умовах трансформації української економіки.

РЕЗУЛЬТАТИ

Успішне функціонування акціонерних товариств залежить не лише від розміру капіталу, а й від його структури. Аналіз структури капіталу є одним із найбільш важливих і складних завдань, які вирішуються у процесі фінансового управління акціонерним товариством. До сьогодні в економічній літературі не існує однозначності у трактуванні категорії "структура капіталу": є декілька визначень цієї категорії. Класичне формальне визначення зводиться до такого: структура капіталу акціонерного товариства — це комбінація цінних паперів. За цим визначенням припускається, що акціонерне товариство фінансує свою діяльність за рахунок емісії цінних паперів і подальшого їх продажу зовнішнім інвесторам. На практиці багато економістів розглядають під структурою капіталу співвідношення власних та залучених фінансових ресурсів, що використовуються акціонерними товариствами у процесі своєї діяльності. Так, наприклад, І.О. Бланк визначає структуру капіталу як "співвідношення усіх форм власних та залучених фінансових ресурсів, що використовуються акціонерним товариством в процесі своєї діяльності для фінансування активів" [3]. На переконання М.Б. Рудика, в сучасних умовах необхідно використовувати більш чітке визначення, яке має враховувати усі можливі джерела фінансування. Тому структуру капіталу часто визначають як "сукупність джерел фінансування, які використовує окрема корпорація". Завдання менеджменту корпорації полягає в тому, щоб знайти таку комбінацію цінних паперів (джерел фінансування), при якій ринкова вартість корпорації була б максимальною [5].

Питання оптимізації структури акціонерного капіталу вже кілька десятиліть є предметом жвавих наукових дискусій. Якщо проаналізувати всі дослідження про структуру капіталу, що були висвітлені протягом останніх 50 років у роботах з фінансового менеджменту, то можна прийти до висновку, що існують дві взаємовиключні точки зору. Для одних дослідників оптимальної структури капіталу (тобто певного співвідношення різних джерел фінансування, при якому досягається максимум вартості компанії) немає. Для інших опти-

мальна структура капіталу існує.

Аналіз літературних джерел дає змогу визначити термін "оптимізація структури капіталу" як співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого акціонерне товариство отримує максимальний прибуток і має максимальну рентабельність. На думку В.О. Подольської та О.В. Ярш, оптимізація структури капіталу, "...це таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства" [4]. Таким чином, в економічній літературі мають місце різні думки щодо визначення оптимальної структури капіталу. Але вирішення цього питання потребує комплексного підходу.

Сучасна теорія структури акціонерного капіталу бере свій початок з 1958 року, коли було опубліковано відому роботу у сфері корпоративних фінансів Ф. Модельяні та М. Міллера "Витрати на залучення капіталу, корпоративні фінанси і теорія інвестування" [9], автори якої стверджували, що структура капіталу жодним чином не впливає на його ринкову вартість. Проте сучасні дослідники з цим не згодні. Вони вважають, що структуру капіталу можна оптимізувати, якщо врахувати окремі його складники.

У фаховій економічній літературі фахівці виділяють такі основні моделі структури капіталу акціонерних товариств. Зокрема, стаціонарного співвідношення; асиметричної інформації; агентських витрат; корпоративного контролю та стейкхолдерів [8].

Прихильники моделі стаціонарного співвідношення стверджують, що оптимальною є така структура капіталу корпорації, за якої приведена вартість "податкових щитів" повністю покриває приведену вартість банкрутства (податковий щит — це наявність у акціонерного товариства певних податкових пільг і преференцій, зазвичай, за рішенням уряду та органів місцевої влади). Моделі оптимальної структури капіталу, в основу яких покладено асиметричність розподілу інформації, поділяють на інвестиційні, в яких структура капіталу використовується керівництвом компанії для підвищення ефективності реалізації інвестиційних проектів, та сигнальні, при яких як сигнали виступають емісії цінних паперів.

В інвестиційних моделях структура капіталу використовується менеджерами для підвищення ефективності фінансування інвестиційних проектах акціонерних товариств. Менеджери враховують ту обставину, що інвестори через інформаційні асиметрії очікують недооцінку або ж переоцінку потоки прибутку. Сигнальні моделі передбачають те, що інвестори орієнтуються на рішення менеджерів щодо емісії цінних паперів.

Однією із перших інвестиційних моделей асиметричної інформації є теорія ієрархії, яку активно відстоював у своїх роботах Г. Дональдсон. За цією теорією корпорації у своїх фінансових рішеннях користуються чотирма умовами: 1) корпорації встановлюють плановий коефіцієнт дивідендних виплат; 2) корпорації використовують внутрішні джерела фінансування. Однак, якщо в корпорації існують проекти з позитивними чистими приведеними вартостями, а внутрішніх джерел недостатньо для їх фінансування, вона залучає зовнішнє джерело, наприклад, використовує додаткову емісію цінних паперів; 3) якщо ж корпорації все ж таки необхідно залучити зовнішні ресурси фінансування інвестиційних проектів, то вона, у першу чергу, випускає облігації або проводить випуск привілейованих акцій і лише в крайньому випадку — здійснюватиме емісію цінних паперів (простих іменних акцій); 4) якщо вхідні потоки грошових коштів перевищують вихідні, то корпорація спрямовує надлишок прибутку на погашення поточних боргових зобов'язань або ж вкладає кошти у високоліквідні цінні папери і лише після цього збільшує дивідендні виплати. Таким чином, відповідно до теорії ієрархії всі компоненти дефіциту бюджету виступають

у ролі екзогенних до того часу, поки корпорація спроможна емітувати боргові інструменти [3].

Фундаментальним дослідженням впливу асиметричного розподілу інформації на вибір структури капіталу є модель Леленда і Пайла. В умовах існування інформаційної асиметрії автори моделі показали, що: 1) вартість компанії зростає із збільшенням долі власності, яка знаходиться під контролем менеджменту; 2) готовність менеджменту фінансувати інвестиційний проект служить сигналом якості даного проекту для зовнішніх інвесторів. При цьому під фінансуванням розуміється придбання акцій корпорації менеджментом.

Агентські моделі базуються на відносинах між акціонерами та менеджментом акціонерного товариства. Їх можна охарактеризувати як контракти, відповідно до яких один індивід (принципал) або кілька індивідів наймають іншого індивіда (агента) для виробництва певних послуг, що пов'язане із делегуванням права контролю агента над власністю [8].

Отже, важливою складовою відтворення капіталу є оптимізація його структури. Теоретичні концепції структури капіталу формують основу вибору стратегічних напрямів його відтворення, які забезпечують зростання ринкової вартості капіталу. Можемо зробити висновки, що оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення використання власних і позичених коштів, при якому забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності і коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Слободяник Н.П. вважає, що процес оптимізації структури капіталу акціонерного товариства здійснюється за певними етапами (рис. 1).

Розглянемо кожен етап оптимізації структури капіталу більш детально.

Аналіз капіталу акціонерного товариства. На першій стадії аналізу розглядається динаміка загального обсягу й основних складових елементів капіталу порівняно з динамікою обсягу виробництва та реалізації продукції; визначається співвідношення власного і позикового капіталу, його тенденції: у складі позикового капіталу вивчається співвідношення довго- та короткострокових фінансових зобов'язань; визначається розмір термінових фінансових зобов'язань та винесення причин протермінування.

На другій стадії аналізу розглядається система коефіцієнтів фінансової стійкості акціонерного товариства, яка визначається структурою його капіталу. У процесі проведення такого аналізу розраховуються і вивчаються в динаміці такі коефіцієнти:

- а) коефіцієнт автономії;
- б) коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування);
- в) коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності;
- г) коефіцієнт співвідношення довго- та короткострокової заборгованості.

Аналіз фінансової стійкості акціонерного товариства дає змогу оцінити ступінь стабільності його фінансового розвитку і рівень фінансових ризиків, які генерують загрозу банкрутства.

На третій стадії аналізу оцінюється ефективність використання окремих елементів капіталу в цілому. У процесі проведення такого аналізу розраховуються в динаміці такі показники:

- а) період обороту капіталу;
- б) коефіцієнт рентабельності власного використаного капіталу;
- в) коефіцієнт рентабельності власного капіталу;
- г) капіталовіддача;
- д) капіталоємність реалізації продукції [6].

Оцінювання основних факторів, які визначають формування структури капіталу. Практика показує, що не існує єдиних рецептів ефективного співвідношення власного і позикового капіталу. Разом з тим, існує ряд

об'єктивних і суб'єктивних факторів, урахування яких дає змогу цілеспрямовано формувати структуру капіталу. Основними із цих факторів є:

- галузеві особливості операційної діяльності акціонерного товариства;
- стадія життєвого циклу акціонерного товариства;
- кон'юнктура товарного ринку;
- кон'юнктура фінансового ринку;
- рівень рентабельності операційної діяльності;
- коефіцієнт операційного левериджу;
- ставлення кредиторів;
- рівень оподаткування прибутку;
- фінансовий менталітет власників і менеджерів акціонерного товариства;
- рівень концентрації власного капіталу [7].

З урахуванням цих факторів управління структурою капіталу акціонерного товариства зводиться до двох основних напрямів: 1) встановлення оптимальних рівнів використання власного та залученого капіталів; 2) забезпечення залучення необхідних видів та обсягів капіталу для досягнення розрахункових показників його структури.

Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовується механізм фінансового левериджу. Важливими механізмами реалізації завдання максимізації рівня рентабельності власного капіталу при заданому рівні фінансового ризику є фінансовий леверидж та модель Дюпона. Фінансовий леверидж характеризує використання акціонерним товариством позичених коштів та його вплив на зміну коефіцієнта рентабельності власності капіталу.

Отже, оптимальна структура капіталу являє собою співвідношення між зобов'язаннями та власним капіталом акціонерного товариства, яке збільшує величину власного капіталу акціонерного товариства і, як наслідок, прибуток його акціонерів. Це співвідношення не є постійним, а змінюється з часом і під впливом певних факторів. Оптимальну структуру капіталу кількісно визначити неможливо. Однак керівництво акціонерного товариства може знати наближене її значення, що розраховане на підставі факторів впливу та власного практичного досвіду, яке максимально наближає планову структуру до оптимального значення [2].

Оптимізація капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації базується на попередній оцінці вартості власного та залученого капіталу при різних умовах його залучення і здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Цей метод оптимізації структури капіталу пов'язаний з процесом диференційного вибору фінансування різних складових активів акціонерного товариства.

Формування показника цільової структури капіталу. Граничні межі максимально рентабельної та мінімально ризикованої структури капіталу дають змогу визначити поле вибору конкретних його значень на певний період. У процесі його вибору враховуються раніше розглянуті фактори. Остаточне рішення, що приймається з цього питання, дає можливість сформулювати на майбутній період показник "цільової структури капіталу", відповідно до якого здійснюватиметься подальше його формування шляхом залучення фінансових коштів з відповідних джерел.

ВИСНОВКИ

Дослідження теорій структури капіталу дали змогу зробити висновок, що під час прийняття управлінських

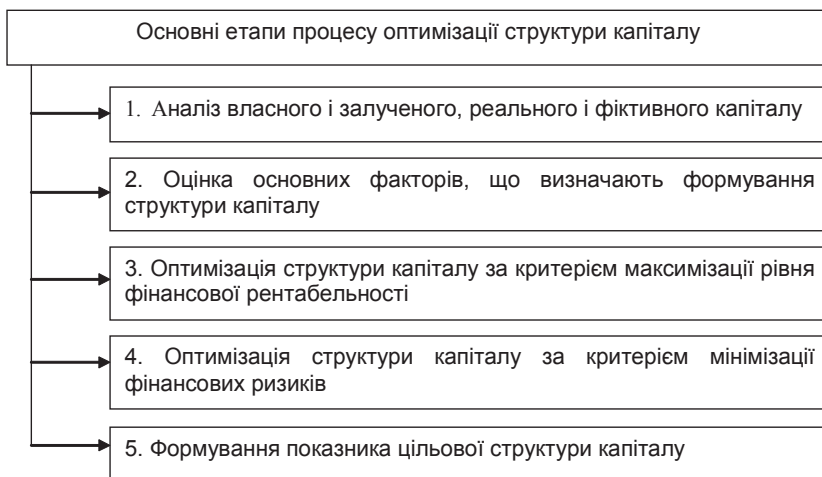


Рис. 1. Основні етапи процесу оптимізації структури капіталу акціонерного товариства

Джерело: складено автором за даними [1].

рішень або розроблення фінансової політики акціонерного товариства необхідно формувати таку структуру капіталу, яка за найнижчої ціни збільшувала б ринкову вартість акціонерного товариства. Як бачимо, в основі охарактеризованих вище моделей лежать суперечливі погляди щодо можливої оптимізації структури капіталу акціонерного товариства. Без сумніву, визначення оптимальної структури капіталу, за якої б вдалося досягти максимальної вартості компанії на фінансовому ринку за мінімальної ціни капіталу, є одним з найважливіших управлінських питань. Виділення основних етапів оптимізації структури капіталу покликане частково вирішити це завдання. Однак розв'язання проблеми формування оптимальної структури акціонерного капіталу потребує подальшого розгляду та доопрацювання.

Література:

1. Слободяник Н.П. Структура капіталу акціонерного товариства та фактори, що її визначають // Економіка України: сучасні проблеми капіталотворення та напрями інтеграції в світове господарство: Збірник доповідей Всеукр. наук.-практ. конф. — Умань: УДПУ, 2009. — С.58—59 с.
2. Баюра Д.О. Система корпоративного управління в Україні: стан та перспективи розвитку: монографія/ Д.О.Баюра. — К.: Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", 2009. — 288 с.
3. Бланк І.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 2000. — 512 с.
4. Подольська В.О. Фінансовий аналіз: навч. посіб. / В.О. Подольська, О.В. Ярш. — К.: Центр навч. л-ри, 2010. — 488 с.
5. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика / Н.Б. Рудык. — М.: Дело, 2004. — 272 с.
6. Семенов Г.А. Оптимізація структури капіталу/ Г.А. Семенов, А.В. Пелешко // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. — 2010. — № 4. — С. 164—170.
7. Семенов Г.А. Побудова моделі ефективного управління структурою капіталу/ Г.А. Семенов, А.В. Мелешко // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. — 2010. — № 2 (6). — С. 78—83.
8. Цінні папери: підручник / В.Д. Базилевич, В.М. Шелудько, Н.В. Ковтун та ін.; за ред. В.Д. Базилевича. — К.: Знання, 2011. — 1094 с.
9. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. — 1958. — Vol. 48. — P. 261—297.

Стаття надійшла до редакції 14.03.2012 р.