

УДК 330.14:334.722.8

Давиденко Н.М.

ОЦІНКА ОПТИМАЛЬНОСТІ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА:  
ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ОПТИМІЗАЦІЇ

*У статті досліджено основні підходи щодо визначення поняття «акціонерний капітал» та «оптимальна структура капіталу акціонерного товариства». На основі концептуальних засад оптимізації структури капіталу вітчизняних акціонерних товариств в контексті забезпечення підвищення ефективності фінансової діяльності визначено основні критерії та фактори впливу на формування оптимальної структури капіталу акціонерного товариства (АТ). Досліджено проблему формування оптимальної структури капіталу АТ. Проаналізовано основні фактори, що впливають на співвідношення власного і залученого капіталів, а також узагальнено методи його оптимізації. Зазначено, що фінансові менеджери повинні формувати оптимальну структуру капіталу з метою збільшення ринкової вартості акціонерного товариства. Доведено необхідність розробки системи оптимізації структури капіталу, яка визначалася б простою, доступністю і послідовністю здійснення процесу вибору джерел фінансування господарської діяльності.*

**Ключові слова:** акціонерний капітал, структура капіталу, оптимізація, фінансова діяльність, максимізація ринкової вартості, акціонерне товариство.

**Постановка проблеми.** Сучасний розвиток економіки України зумовлює необхідність забезпечення стійкого функціонування суб'єктів господарювання та підвищення рівня життя населення, що передусім пов'язане з відновленням ефективності процесів виробництва та обігу капіталу. Саме капітал посідає одне з головних місць у системі соціально-економічних і політичних відносин суспільства. Через недосконале управління капіталом на макро- та мікрорівнях, внаслідок наявності об'єктивних і суб'єктивних причин, економіка України досить повільно долає кризовий стан. Прискорити процес виходу з кризи вітчизняних АТ можливо за допомоги ефективного управління їх капіталом. Тому в сучасних умовах процес формування капіталу, оптимізація його структури, встановлення раціонального співвідношення різних джерел фінансування та якість управління капіталом набувають особливого значення.

Капітал АТ є головним вимірником його ринкової вартості. Дотримуючись певних пропорцій власного і позиченого капіталів, можна забезпечити необхідний рівень фінансової автономії, рентабельності, а також максимізувати ринкову вартість АТ.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню питання оптимальної структури капіталу присвячено низку робіт зарубіжних і вітчизняних науковців, таких, як П.Сраффа, С.Майерс, М.Міллер, Ф.Моділіані, І.Бланк, І.Балабанов, Ю.Воробійов, А.Поддєрьогін, С.Соколов, О.Стоянова, Н.Шевчук, П.Фомін, В.Хохлов. Але у більшості випадків вони розглядають управління капіталом лише за стадіями формування та використання, проте окремі аспекти, пов'язані з визначенням оптимальної структури, вар-

тості капіталу та оцінюванням ефективності його використання, є недостатньо опрацьованими як у науковому, так і в організаційно-практичному аспектах.

**Формування цілей статті.** Метою статті є оцінка проблем формування оптимальної структури капіталу та визначення концептуальних засад оптимізації структури капіталу вітчизняних акціонерних товариств в контексті забезпечення підвищення ефективності фінансової діяльності.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Фінансовий капітал — це економічна категорія, що виникла в результаті вирішення суперечності між позиковим капіталом (інвестиційним попитом) та дійсним (інвестиційною пропозицією). Суть цієї суперечності полягає в недостатній еластичності пропозиції позикового капіталу стосовно попиту на нього на ринках інвестиційних товарів. Зазначена нееластичність зумовлювалася насамперед відсутністю досить ефективного, тобто дійового механізму переливання капіталів між галузями, територіями, заморожуванням позичених коштів в інвестиційному процесі, що призвело до невідповідності темпів розвитку ринків інвестиційних товарів. У результаті утворювалася неоптимальна структура капіталу підприємств і знижувалася норма прибутку. Ця обставина, у свою чергу, безпосередньо стосувалася інтересів інвесторів, насамперед кінцевих зберігачів, які розміщували власні заощадження в банках у депозитній формі та змушені були задовольнятися граничною нормою винагороди — депозитним відсотком.

Зазначену суперечність було вирішено на основі розвитку акціонерної власності, появи акцій та облігацій як форми мобілізації капіталів з будь-яких джерел (форми інвестицій) і водночас як документів, що засвідчують право на одержання прибутку, тобто як універсальних інвестиційних товарів. Зосередження в одному об'єкті двох полярних властивостей, харак-

терних ознак позикового і дійсного капіталів породило нову категорію – фінансовий капітал. Матеріальними носіями відносин, що виражаються фінансовим капіталом, є акції, облигації і похідні від них форми. Рух цих цінних паперів відбиває рух фінансового капіталу. Сукупна вартість зазначених паперів є фінансовим капіталом.

Проблему акціонерного капіталу досліджувало багато вчених - економістів. Одним із перших явище акціонерного капіталу почав розглядати Адам Сміт – представник класичної школи політекономії, один з найвидатніших економістів XVIII ст. Адам Сміт у праці 1776 р. "Дослідження про природу та причини багатства народів" розглядав капітал як частину майна людини, з якої вона прагне отримати дохід [1].

Видатний економіст XIX ст. Карл Маркс у праці "Капітал" розглядав акціонерний капітал як "результат вищого розвитку капіталістичного виробництва" [2].

Сучасний неокласичний напрям представлений в окремих працях П.Самуельсона. У своїй книзі "Економіка" він також розглядав корпорації та функціонування в них акціонерного капіталу. Вчений розкривав причини розширення масштабів фірми. За його словами, чим більшою і могутнішою стає фірма, тим більше їй потрібно капіталу [3].

У сучасній економічній літературі зустрічається кілька основних поглядів на акціонерний капітал, його зміст та цілі. Можна згрупувати всі визначення таким чином: це частка власності акціонера в підприємствах корпоративного типу, що виникла внаслідок придбання пакета їх акцій; капітал, створений за рахунок, по - перше, інвестицій в акції і, по - друге, нерозподіленого прибутку компанії; залишкова вартість активів корпорації, яка залишається після погашення всіх її зобов'язань, тобто, різниці між активами і зобов'язаннями; претензії з боку інвесторів у власний капітал на частку в чистому прибутку підприємства і його активах; сума звичайних і привілейованих акцій компанії; основний капітал акціонерного товариства, який утворюється за рахунок емісії акцій [4].

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» [5]. Її автори 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.

Основними методичними підходами до вирішення завдання оптимізації структури капіталу є:

1) метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності за різної структури капіталу на основі розрахунку ефекту фінансового левериджу. Необхідно зазначити, що ефект фінансового левериджу може бути величиною як додатною, так і від'ємною. Крім того, цей ефект виникає завдяки використанню не лише платного кредиту, а й безоплатних позикових ресурсів (кредиторської заборгованості). І чим вищою є частка останніх у загальній сумі позикових коштів, тим вищим є показник ефекту фінансового левериджу. Позитивний ефект фінансового левериджу виникає у тих випадках, коли позиковий капітал, який отримано під фіксований відсоток, використовується підприємством у процесі діяльності таким чином, що приносить більш високий прибуток, ніж фінансові витрати, тобто дохідність сукупного капіталу вища за середньозважену ціну позикових ресурсів;

2) метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації вартості ґрунтується на попередній оцінці власного та запозиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, на визначенні найбільш реальної ринкової вартості підприємства;

3) метод оптимізації структури капіталу за критерієм фінансових ризиків пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (з розбивкою їх на постійну та змінну частини).

На основі даних провідних аграрних акціонерних товариств проаналізуємо структуру власного і позикового капіталу (табл.1).

**Таблиця 1. Аналіз складу і структури капіталу акціонерних товариств, 2013 р.**

Акціонерне товариство	Власний капітал		Залучений капітал		Довгострокові зобов'язання		Всього
	Вартість	Відсоток	Вартість	Відсоток	Вартість	Відсоток	
«Кернел Груп»	1352400	57,1%	1014500	42,9%	309300	30,5%	2366900
«Миронівський хлібопродукт»	1249205	45,1%	1518873	54,9%	1190438	78,4%	2768078
«Мрія»	845975	48,2%	909483	51,8%	502622	55,3%	1755458
«Астарта – Київ»	445192	54,8%	366945	45,2%	153318	41,8%	812137
«Індустріальна молочна компанія»	153922	42,5%	207947	57,5%	51132	24,6%	361869

Для кількісного визначення критеріїв оцінки оптимальності структури капіталу використаємо метод коефіцієнтів, застосування якого дозволяє порівняти результати фінансово - господарської діяльності різних підприємств через уніфікацію інформаційних джерел аналізу та стандартизацію одиниць виміру й

оперативно реагувати на тенденції зміни фінансового стану суб'єктів господарювання (табл.2).

Дані таблиці 2 свідчать про погіршення фінансового стану досліджуваних господарств, за винятком компанії «ІМК», фінансові коефіцієнти якої показують позитивну тенденцію.

Таблиця 2. Показники фінансового стану акціонерних товариств\*

Коефіцієнт	Роки	«Кернел Груп»	«Миронівський хлібопродукт»	«Мрія»	«Астарта – Київ»	«Індустріальна молочна компанія»
Швидкої ліквідності	2012	1,59	1,55	1,34	1,11	0,78
	2013	1,17	2,63	1,25	0,54	0,31
Довгострокової залежності	2012	0,28	0,41	0,39	0,29	0,27
	2013	0,19	0,49	0,37	0,26	0,25
Рентабельності власного капіталу	2012	0,17	0,26	0,23	0,13	0,14
	2013	0,08	0,13	0,10	0,05	0,17
Фінансової залежності	2012	1,75	2,08	1,75	1,92	1,92
	2013	1,75	2,22	2,08	1,82	2,33

\*складено та розраховано автором

Ще одним показником визначення оптимальності структури капіталу акціонерного товариства є показник ефекту фінансового левериджу (табл.3).

Таблиця 3. Аналіз ефекту фінансового левериджу акціонерних товариств\*

Показник	Роки	«Кернел Груп»	«Миронівський хлібопродукт»	«Мрія»	«Астарта – Київ»	«Індустріальна молочна компанія»
Частка залученого капіталу, %	2012	42,79	51,82	43,01	47,5	47,64
	2013	42,90	54,90	51,80	45,20	57,50
Власний капітал, тис.дол.	2012	1210700	1198663	771219	454139	128013
	2013	1352400	1249205	845975	445192	153922
Залучений капітал, тис. дол.	2012	905700	1289445	582033	410927	116484
	2013	1014500	1518873	909483	366945	207947
Загальна сума капіталу, тис. дол.	2012	2116400	2488108	1353252	865066	244497
	2013	2366900	2768078	1755458	812137	361869
Середня розрахункова ставка процента, %	2012	4,9	4,8	5,6	4,8	4,4
	2013	7,9	7,3	7,9	3,9	5,7
Сплачені відсотки, тис. дол.	2012	44100	61839	32870	19699	5112
	2013	80178	111601	72179	14463	11477
Прибуток до оподаткування, тис.дол.	2012	213200	318704	174738	56554	18630
	2013	120722	160235	90681	23195	26174
Податки, тис.дол.	2012	6500	7788	445	-1097	85
	2013	6171	2005	2195	1205	359
Чистий прибуток, тис.дол.	2012	206700	310916	174293	57651	18545
	2013	114551	162240	88486	21990	25815
Рентабельність власного капіталу, %	2012	10,07	25,94	22,60	12,69	14,49
	2013	8,47	12,99	10,46	4,94	16,77
Коефіцієнт фінансового левериджу	2012	0,75	1,08	0,75	0,90	0,91
	2013	0,75	1,22	1,08	0,82	1,35
Ефект фінансового левериджу, %	2012	5,29	11,02	7,30	3,71	4,82
	2013	0,40	6,77	2,65	0,78	5,77

\*складено та розраховано автором

Проаналізувавши отримані дані, можемо зробити висновок, що ефект фінансового левериджу прямопропорційний коефіцієнту фінансового левериджу і рентабельності власного капіталу. Найбільш ефективно використовується залучений капітал в ПАТ «ІМК» та ПАТ «МХП», найменш ефективними в даному контексті виявилися ТОВ «Кернел – Груп» та

ТОВ «Астарта – Київ». Високе значення ефекту фінансового левериджу в ПАТ «ІМК» пояснюється перш за все дешевизною залучених коштів. В поточних зобов'язаннях кредиторська заборгованість становить порівняно високу частку – 16%. Ефект фінансового левериджу прямопропорційний частці кредиторської заборгованості.

Порівняємо значення ефекту фінансового левериджу в 2012 і 2013 рр. (табл.4).

Порівняння значення ефекту фінансового левериджу в 2012 і 2013 рр. дає можливість стверджувати, що єдиною акціонерною компанією, яка збільшила ефект від фінансового левериджу була ПАТ «Індустріальна молочна компанія», позитивна зміна відбулася за рахунок підвищення коефіцієнту фінансового левериджу, тобто темп приросту залученого капіталу був

вищим, ніж темп приросту власного капіталу. Ефект фінансового левериджу в ПАТ «Миронівський хлібопродукт» зріс на 229% за рахунок підвищення коефіцієнту фінансового левериджу, а також зменшення рентабельності поряд зі збільшенням середньої ставки відсотка за позиковим капіталом призвели до падіння ефекту на 253%, позитивна зміна середньої ставки оподаткування призвела в цілому до падіння аналізованого показника на 4,3%.

**Таблиця 4. Динаміка показника ефекту фінансового левериджу акціонерних товариств, %\***

Акціонерне товариство	Роки		Абсолютне відхилення 2013 р. до 2012 р., %	Зміна відбулася за рахунок		
	2012	2013		Плеча фінансового важелю	Диференціалу фінансового важелю	Податкового коректора
«Кернел Груп»	5,29	0,40	-4,89	0,00	-4,15	-0,74
«Миронівський хлібопродукт»	11,02	6,77	-4,25	2228,85	-252,55	19,49
«Мрія»	7,30	2,65	-4,65	-9,36	4,10	0,61
«Астарта–Київ»	3,71	0,78	-2,93	-1,07	-0,91	-0,95
«Індустріальна молочна компанія»	4,82	5,77	0,95	0,95	0,02	0,02

\*складено та розраховано автором

Плече фінансового важелю «ТОВ «Кернел Груп» не змінилося, тому не мало ніякого впливу на ефект фінансового левериджу, натомість зменшення диференціалу фінансового важелю та податкового коректора призвело до падіння даного показника майже на 5%. Значне зменшення плеча фінансового важелю агрохолдингу «Мрія» поряд із зростанням показника диференціалу фінансового важелю та податкового коректора призвели до зменшення ефекту фінансового левериджу на 4,7%. У ТОВ «Астарта – Київ» скоротились всі складові, які впливають на ефект фінансового левериджу, що призвело до загального зменшення цього ефекту майже на 3%, але порівняно з іншими компаніями абсолютне відхилення на порядок нижче.

**Висновки і перспективи подальших досліджень.** Рівень ефективної господарської діяльності акціонерних товариств значною мірою пов'язаний з формуванням їх капіталу. Структуру капіталу акціонерного товариства вимірюють через відносну величину різноманітних джерел фінансування або співвідношення власного та позиченого капіталу в різноманітних його модифікаціях. Структура капіталу акціонерного товариства визначає обсяги і впливає на

прогнози результатів не лише фінансової, а й операційної та інвестиційної діяльності.

Визначення оптимальної структури капіталу вимагає вибору компромісу між ризиком та дохідністю, між переважною частиною власного або ж позикового капіталу у загальній сумі капіталу. При цьому існує необхідність урахування певних факторів, які можуть вплинути на рішення. Проте оптимізація структури капіталу повинна, насамперед, спиратись на певні критерії, які є індикаторами визначення оптимального поєднання власних та позикових джерел формування капіталу, залежно від цілей діяльності акціонерного товариства. Основними з критеріїв є мінімізація середньозваженої вартості капіталу, максимізація рентабельності власного капіталу при одночасній мінімізації ризику.

Оцінивши оптимальність структури капіталу, ми дійшли висновку, що незважаючи на те, що досліджувані акціонерні товариства функціонують в одному середовищі, є дуже подібними за сферою діяльності, економіко-правовою організацією, розмірами, географією, на кожному підприємстві склалася різна ситуація щодо надання переваги певному джерелу фінансування, тому і оптимальна структура капіталу для кожного акціонерного товариства є індивідуальна.

#### ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Сміт Адам. Добробут націй. Дослідження про природу та причини добробуту націй /А.Сміт. – К.: «Port – Royal», 2001. – 593 с.
2. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии, т.2 Книга II: Процесс обращения капитала /К.Маркс. — М.: Политиздат, 1974. – 648 с.
3. Самуэльсон П. Экономика. Т. 2. / П. Самуэльсон; пер. с англ. - М.: МГП “Алгон”, 1992. – 332 с.
4. Мацера С.М. Теоретичні аспекти організації акціонерного капіталу / С.М.Мацера // Науковий вісник НЛТУ України. –2011. – Вип. 21.7. – С. 220 – 225.
5. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // American Economic Review. 5 Vol. 48, 1958. 5 P. 261–297.
6. Пойда-Носик Н.Н. Оцінка ефективності й оптимізація структури капіталу в системі фінансової безпеки підприємства / Н. Н. Пройда-Носик, Л.В.Петришинець // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 100 – 112.