

# ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

**Богдан  
Стеценко,**  
к.е.н., доцент  
кафедри  
«Фінансові ринки»,  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет  
ім. Вадима  
Гетьмана»

*Чільне місце в еволюційному процесі відносин власності у сучасній світовій економіці по праву належить корпорації (акціонерному товариству). Фактично, будь-яке підприємство, що претендує на статус успішного, на певному етапі свого розвитку має акціонуватися та стати акціонерною компанією, як правило – публічною. Бурхливий розвиток корпоративного бізнесу, вплив його власників та менеджерів вже вийшов далеко за межі суто економічних відносин, оскільки корпорація стала не тільки економічним, а й політичним та соціальним інститутом. Беззаперечним залишається той факт, що в основі такого лідерства лежить здатність формувати значні капітали – відповідно, вирішувати глобальні виробничі завдання. Саме тому і виникає необхідність дослідження широкого кола теоретичних проблем щодо фінансування корпорації.*

Питання структури капіталу є одним із найбільш складних у фінансовому менеджменті мікрорівня. Численні наукові розвідки в цьому напрямі так і не дали однозначних результатів, відповідно, на практиці управлінці досить часто орієнтуються на стандартні установки та концепції, які не завжди є актуальними. Якщо розглянути цей напрям фінансової науки в ретроспективі, можна виділити два основних етапи: перший – до 1958 року (коли розвивався так званий традиційний підхід); другий – розробки М. Міллера, Ф. Модільяні [7] та альтернативні щодо їх робіт моделі (поява яких була викликана критикою висновків та рекомендацій згаданих авторів) – праці Є. Бріггема, Р. Брейлі, С. Майерса, С. Росса. Саме їхні роботи стали базовими для досліджень вітчизняних та російських науковців – І. Бланка, Л. Бураяка, Я. Міркіна. А. Поддєрьогіна, Н. Рязанової, В. Суторміної, Т. Телової, О. Терещенка, В. Федосова та ін.. Втім, наявність численних досліджень не зменшує актуальності вказаного напрямку, а існуюча неоднозначність їхніх висновків лише додатково стимулює нові наукові розробки та пошуки. Саме подібні завдання і вирішуються у даній статті.

Існування багатьох, іноді абсолютно відмінних, теоретичних конструкцій

щодо структури капіталу акціонерного товариства об'єктивно ставить питання про виділення кількох загальних напрямів.

Так російський дослідник Т.В. Теплова пропонує поділити теорії структури капіталу на статичні та динамічні – і саме подібний поділ, на нашу думку, найбільш повно відображає сутність двох напрямів фінансової науки про структуру капіталу [9]:

Статичні теорії виходять з того, що оптимальна структура капіталу існує, і для кожної окремо взятої корпорації вона індивідуальна. Завдання менеджерів – знайти її, а потім неухильно додержуватися. Динамічні моделі допускають відхилення від цільової структури капіталу в певний момент часу залежно від умов, що склалися на ринку. В свою чергу, більшість західних науковців [3, 4, 5] орієнтуються на суто історичний підхід, вважаючи за точку відліку роботи М. Міллера та Ф. Модільяні середини ХХ ст.

На нашу думку, в дослідженні теоретичних аспектів формування капіталу акціонерного товариства необхідно виходити з того, що існує можливість вибору джерел фінансування для отримання капіталу з оптимальними на час вибору параметрами. Цей вибір відбувається в контексті реалізації основної



Рис. 1. Виділення теорій структури капіталу за відношенням до об'єкта дослідження

Джерело: складено автором за [9]

мети управління формуванням капіталу за допомогою випуску різноманітних фінансових інструментів. Формалізовано цей процес схожий на управління портфелем цінних паперів інвестора. Якщо інвестор підбирає цінні папери таким чином, щоб отримати максимальні доходи за мінімально допустимого рівня ризику, то корпорація формує своєрідний портфель фінансових інструментів, за допомогою яких залучає на фінансовому ринку капітал, але при цьому намагається знизити ризик та вартість такого капіталу (або мінімізувати вартість капіталу за допустимого рівня ризику).

Зауважимо, що всі моделі структури капіталу виходять з того, що акціонерний та позиковий капітал мають

позитивні та негативні характеристики. Відповідно, оптимальна структура капіталу визначається як результат домінування позитивних характеристик у певний момент часу над негативними. До цього часу існує спрощений підхід до визначення зазначених переваг та недоліків власного і позикового капіталу, який базується здебільшого на констатації загальних економічних та юридичних конструкцій, аніж на практичних умовах залучення.

Формально, можна стверджувати, що при оптимальному співвідношенні між різними частинами капіталу досягається максимум щодо позитивних рис та мінімум щодо негативних. Це схематично можна представити наступним чином (рис. 2).

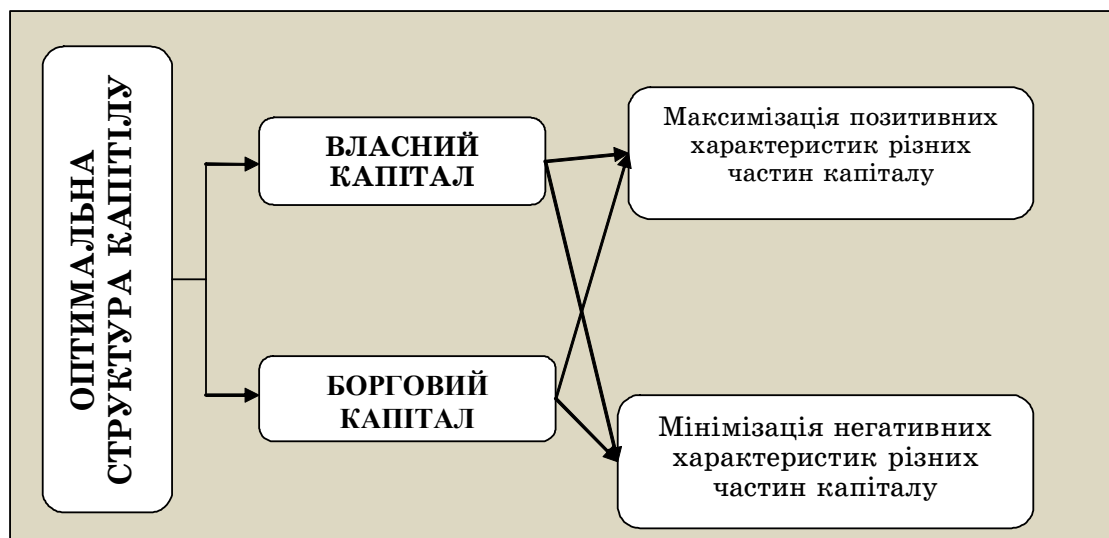


Рис. 2. Підхід до структури капіталу на основі позитивних та негативних характеристик власного та боргового капіталу  
Джерело: систематизовано автором

Вважаємо, що спрощений підхід є дещо вразливим, оскільки не дозволяє повноцінно врахувати умови, в яких відбувається формування капіталу. За його положеннями неможливо взяти до уваги умови навколишнього фінансового середовища (насамперед, фінансових ринків) та особливості фінансової діяльності на рівні окремої корпорації (які можуть впливати на окремі характеристики різних елементів капіталу).

Відповідно, загальноприйняті твердження про позитивні і негативні сторони використання власного або боргового капіталу для фінансування приросту активів не є константою і потребують перегляду та уточнення. На нашу думку, говорити про переваги чи недоліки власного/позикового капіталу можливо лише в контексті конкретних умов, в яких відбувається його формування та використання на підприємстві.

Оскільки об'єктивно окремі характеристики різних частин капіталу акціонерного товариства можуть зміню-

ватися, це дозволяє нам поділити їх за ознакою реакції на умови, в яких відбувається формування, на постійні та змінні. Для змінних характеристик позитивний чи негативний прояв залежить від стану фінансових ринків та фінансового стану акціонерного товариства на момент формування капіталу (тобто, вони можуть змінювати напрям та силу свого впливу під дією різних факторів); постійні характеристики є стабільними та можуть змінювати лише свою силу.

Усі ці характеристики (як змінні, так і постійні) нами пропонується розглядати в наступних чотирьох ключових площинах, що визначають капітал акціонерного товариства як об'єкт управління: обсяг; вартість; процедура залучення; використання для придбання активів. Групування позитивних та негативних характеристик різних складових капіталу у відповідності до виділених площин та напряму прояву, можна представити наступним чином (табл.1).

Таблиця 1

**Характеристики власного та позикового капіталу  
акціонерного товариства**

Характеристики капіталу	Власний капітал	Позиковий капітал
Обсяг	Обсяги власного та позикового капіталу, який може залучається корпорацією, визначаються юридичними та економічними обмеженнями, що існують на ринку	
Вартість	Вища ціна у порівнянні з позиковим капіталом (-)	Нижча ціна у порівнянні з власним капіталом (+)
Процедура залучення	Повністю визначається правовою базою та станом фінансових ринків і самого підприємства	
Використання	Вища здатність генерувати прибуток через відсутність твердих зобов'язань по виплаті відсотків; (+) забезпечення фінансової стійкості підприємства; (+) залучення власного капіталу створює передумови для ворожого поглинання компанії; (-)	Можливість використання ефекту фінансового лівериджу; (+) виникнення фінансових ризиків та зниження фінансової незалежності; (-) необхідність концентрації значних сум для погашення основної суми боргу; (-) виникнення додаткових умов з боку кредиторів, які можуть контролювати інвестиційні та фінансові рішення менеджерів (-), але зниження можливостей поглинання (+)

Джерело: Систематизовано автором

Примітка. Знаком «+» позначені позитивні особливості елементів капіталу, знаком «-» негативні

Аналіз табл. 1 показує, що постійні позитивні та негативні переваги кожної частини капіталу проявляються, в основному, в площині їхнього використання, а не формування. Виняток – показники вартості капіталу корпорації. Розглянемо докладніше зазначену специфіку щодо власного та позикового капіталу.

1. Обсяг. Обмеження в обсягах капіталу на рівні конкретного підприємства можуть бути юридичного характеру (регламентуються на рівні законодавства, в окремих випадках – на рівні внутрішніх документів акціонерного товариства); або економічного – визначаються попитом на фінансові інструменти і можливостями самофінансування. Насамперед, юридичні обмеження стосуються позикового капіталу, хоча це не виключає їх встановлення щодо акціонерного капіталу, при цьому і вони можуть бути різними для різних корпорацій.

Таким чином, критично треба ставитися до твердження про «обмеженість обсягів залучення» щодо власного капіталу, на яке посилається, зокрема Г.П. Ляшенко [6, с. 19]. Такі обмеження не є виключною рисою цієї частини капіталу, швидше, вони стосуються позикового капіталу, оскільки існують економічно обґрунтовані рівні боргового навантаження, перевищення яких загрожує фінансовою кризою або навіть існуванню економічного суб'єкта. Стосовно власного капіталу можливим є законодавче встановлення мінімального розміру, яке спрямоване на забезпечення початкового розвитку акціонерного товариства.

2. Вартість. Одна з постійних характеристик, яка визначається, насамперед, різним ризиком власників відповідних фінансових інструментів та їх претензіями на активи та доходи корпорації. Зауважимо, що її необхідно сприймати з окремими застереженнями: якщо врахувати в системі доходів, що їх отримують власники фінансових інструментів корпорації, доходи від контролю за її діяльністю, це може призвести до змін в орієнтації інвесторів. Власники пайових інструментів, отримавши доходи від контролю, можуть відмовитися від дивідендів та курсової різниці (як легального виду доходів). У цьому разі розрахункове зна-

чення вартості акціонерного капіталу буде відрізнятися від реального, при цьому зміниться дохідність інвестицій для тих акціонерів, які не мають можливості отримувати доходи від контролю. В описаній схемі швидше виникає проблема визначення істинного показника вартості власного капіталу фірми, ніж порушення співвідношення у вартості власного та позикового капіталу. Окрім того, необхідно зважати, що використання боргового капіталу передбачає обов'язковий характер виплати відсотків та/або основної суми боргу, тоді як необхідність виплати доходів за власним капіталом залежить від обсягів об'єкта розподілу (чистого прибутку) та компромісу між суб'єктами корпоративного управління, що мають вплив на такі рішення. Тобто, в короткостроковому періоді можлива гіпотетична ситуація, коли через відсутність виплат за власним капіталом його вартість буде нижчою для корпорації, ніж вартість боргового капіталу.

3. Процедура залучення. Неможливо говорити про переваги будь-якої складової капіталу в цій площині, оскільки процес продажу фінансових інструментів відбувається під дією попиту і пропозиції і вимагає своєрідної «згоди» інвесторів купити такі цінні папери. Різниця може бути обумовлена використанням державою різних підходів та механізмів у питанні регулювання випуску пайових та боргових цінних паперів або існуючою інфраструктурою ринку.

Тому сумнівною видається позиція, відповідно до якої серед переваг акціонерного капіталу згадується простота залучення. На думку її прихильників, рішення про залучення цього виду капіталу «приймається власниками і менеджерами, без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб'єктів» [1, с. 426]. На нашу думку, таке твердження можна опосередковано використати лише для тієї частини власного капіталу, яка формується з внутрішніх джерел. Але, навіть при цьому треба зважати, що використання нерозподіленого прибутку як джерела фінансування вимагає формальної (через голосування), або неформальної (через купівлю акцій або голосування з інших питань) згоди власників акцій акціонерного товариства.

4. Використання. Саме на цій площині сконцентровано майже всі постійні характеристики власного та позикового капіталу. Насамперед, це – необхідність повернення основної суми боргу та обов'язковість платежів за ним; і, на противагу цьому, безстроковий характер залучення власного капіталу. Також існують суттєві відмінності у статусі осіб, які надають корпорації капітал: власний капітал – власник корпорації, позиковий – її кредитор. У сфері використання капіталу формується ряд альтернатив щодо використання його різних видів.

Якщо запропоновану концепцію поділу характеристик різних частин капіталу екстраполювати на рівень фінансових інструментів, очевидним стане висновок, що за допомогою їх підбору підприємство має змогу впливати на змінні характеристики елементів капіталу та підсилити (послабити) прояв постійних.

Проаналізуємо докладніше, яким чином встановлення окремих параметрів цінних паперів впливає на описані вище постійні переваги власного та позикового капіталу акціонерного капіталу. За рахунок відповідного вибору параметрів фінансових інстру-

ментів акціонерне товариство може впливати на постійні характеристики кожної частини капіталу. якщо формалізувати вплив параметрів цінних паперів на особливості позикового та власного капіталу корпорації, і, відповідно, на управління структурою капіталу, то можна дійти наступного висновку.

За допомогою вибору відповідних параметрів пайових, боргових та гібридних фінансових інструментів корпорація має змогу впливати як на змінні, так і на постійні характеристики власного і позикового капіталу. При чому цей вплив проявляється за рахунок підсилення позитивних рис або послаблення впливу негативних (для усіх характеристик), або через зміну напряму впливу (тільки для змінних) (табл. 2).

### ВИСНОВКИ

Таким чином, існування двох різних за економічною та правовою природою частин капіталу акціонерного товариства вимагає розв'язання питання про необхідність використання кожної з них у корпоративному фінансуванні. Орієнтація на загальні, усталені економічні та правові конструкції є недо-

*Таблиця 2*

**Взаємозв'язок між постійними характеристиками елементів капіталу та характеристиками цінних паперів**

Характеристика капіталу	Пайові цінні папери	Боргові цінні папери	Гібридні цінні папери
Вартість	Встановлення особливих режимів виплати доходів за цінними паперами або інших майнових і немайнових претензій (за рахунок зміни співвідношення між ризиком та доходністю) 2. Управління емісійними витратами		За рахунок поєднання різних рис боргових та пайових фінансових інструментів корпорація впливає на характеристики капіталу в площині його вартості та використання
Використання	1. Здатність компенсувати власникам відсутність дивідендів доходами від зростання курсової вартості; 2. Можливість дострокового викупу та погашення пайових інструментів (при необхідності); 3. Можливість реалізації немайнових прав власників.	1. Режимів сплати відсотків, який дозволяє варіативно використовувати ефект фінансового лівериджу; 2. Ліквідність та існування вторинного ринку дозволяє впливати на кількісні та якісні параметри ризику; 3. Встановлення особливих режимів погашення основної суми боргу; 4. Випуск цінних паперів передбачає «ринковий» характер контролю, що слабший за контроль під час використання інших боргових фінансових інструментів.	

Джерело: систематизовано автором

цільною, оскільки вона не бере до уваги конкретних особливостей їх залучення та динамічності процесів на фінансовому ринку.

Тільки враховуючи характеристики відповідних цінних паперів можна говорити про переваги та недоліки кожної з частин капіталу, які, в свою чергу, можна поділити на постійні та змінні. За рахунок вибору таких характеристик корпорація може підсилювати дію позитивних факторів, або послаблювати вплив негативних. Цей процес, що знаходиться в межах існуючої юридичної бази, визначається інтересами трьох основних груп суб'єктів корпоративного управління – менеджерів, акціонерів та кредиторів, які узгоджуються в контексті досягнення основної цілі управління формуванням капіталу акціонерного товариства.

#### ЛІТЕРАТУРА

1. *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента : В 2-х т. Т. 1 / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – 567 с.
2. *Бланк И.А.* Управление формированием капитала / И. А. Бланк. — К.: «Ника-Центр», 2000. — 512 с.
3. *Боди З.* Финансы: Учебное пособие / Боди З., Мертон Р. К. - Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2000. — 592 с.
4. *Брейли Р.* Принципы корпоративных финансов: Учебник для студ. эконом. спец. вузов / Брейли Р., Майерс С. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.
5. *Ван Хорн Дж. К.* Основы финансового менеджмента / Ван Хорн Дж. К., Вахович Дж. М. - 11-е издание/ Пер. с англ. — М.: «Вильямс», 2001. — 989 с.
6. *Ляшенко Г.П.* Управление капиталом предприятия: Навч. посібник / Г. Ляшенко. — Ірпінь: Академія ДПС, 2001. — 346 с.
7. *Модильяни Фр.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Фр. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ. — М.: Дело, 1999. — 272 с.
8. *Суторміна В.М.* Финансы зарубежных корпораций: Підручник / В. Суторміна. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.
9. *Теплова Т.В.* Финансовые решения: стратегия и тактика: Учебное пособие / Т. Теплова— М.: ИЧП «Издательство Магистр», 1998. — С. 222.