УДК 336.131: 334.722.8

Н. В. Харченко,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів і кредиту,
Полтавська державна аграрна академія

ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ АКЦІОНЕРНИМ ТОВАРИСТВОМ

Досліджено формування оптимальної структури капіталу акціонерного товариства. Розглянуті теорії структури капіталу. Проаналізований процес оптимізації структури капіталу. Висвітлюється політика управління складовими капіталу акціонерного товариства. Доведені шляхи отримання ефекту фінансового важеля.

Forming of optimal capital of joint-stock company structure is investigational. Considered theories of capital structure. Analysed process of optimization of capital structure. The policy of management of capital of joint-stock company constituents is illuminated. Well-proven ways of receipt of effect of financial leverage.

Ключові слова: оптимальна структура капіталу, теорії структури капіталу, складові капіталу акціонерного товариства.
Key words: optimal capital, theory of capital structure structure, constituents of capital of joint-stock company.

ВСТУП

Формування оптимальної структури капіталу акціонерного товариства для фінансування необхідного обсягу затрат та забезпечення бажаного рівня доходів є одним із найважливіших завдань, що вирішуються в процесі фінансового управління акціонерним товариством.

Від фінансової структури капіталу значною мірою залежать умови формування таких фінансових результатів акціонерного товариства, як рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, рівень фінансової стійкості та платоспроможності, рівень фінансових ризиків і в кінцевому підсумку ефективність фінансового менеджменту в цілому. Саме тому фінансова структура капіталу є об'єктом дослідження багатьох учених -економістів.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Мета управління структурою капіталу — мінімізувати витрати із залучення довгострокових джерел фінансування і тим самим забезпечити власникам капіталу максимальну ринкову оцінку вкладених ними грошових коштів [3, с. 270].

РЕЗУЛЬТАТИ

Поштовхом для розвитку теорії структури капіталу (теорія Міллера-Модільяні (модель М-М)) стала гіпотеза, висунута в 1958 р. американськими економістами Ф. Модільяні і М. Міллером, згідно з якою структура капіталу не впливає на ринкову вартість акціонерного товариства. За допомогою математичних викладок ці вчені доводили, що у випадку, коли за рахунок фінансового левериджу зростає ринкова вартість боргу, то відповідно на таку саму суму зменшується вартість оплаченого власниками капіталу (капіталізованого прибутку), а загальна ринкова вартість фірми не змінюється.

Недоліки моделі М-М (Міллера-Модільяні) полягають у тому, що вона не враховує підвищеного ризику при збільшенні позикових коштів у структурі капіталу, існують неоднакові умови оподаткування фірм, а також додаткові витрати на вихід із кризового стану в періоди спаду фінансової активності [2, с. 262—263].

Наступні теорії структури капіталу внесли деякі поправки до моделі М-М. Найбільш відомими з цих теорій є теорії "статичного компромісу", "субординації джерел фінансування" та "асиметричної інформації" [2, с. 263—264].

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 акціонерне товариство, 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.

На початку 60-х років XX ст. Гордон Дональдсон розробив ряд положень (теорія субординації джерел фінансування (теорія Г. Дональдсона)), якими й досі керуються фінансові менеджери фірм при обгрунтуванні структури капіталу. Наведено їх зміст:

— щоб зменшити рівень залежності фірми від зовнішніх джерел необхідно в першу чергу використовувати внутрішні джерела фінансування:

— прибуток (після оплати фінансових зобов'язань) і амортизацію;

— розробляючи дивідендну політику, потрібно враховувати майбутні інвестиційні потреби та грошові потоки акціонерного товариства і таким чином розподіляти прибуток між акціонерами, щоб забезпечити фінансування інвестицій переважно за рахунок внутрішніх джерел (прибутку й амортизації);

— якщо виникає потреба у зовнішніх джерелах фінансування, то доцільно дотримуватися такої послідовності: банківські кредити, випуск конверта цінних облігацій і тільки в останню чергу випуск нових акцій.

Теорія асиметричної інформації (сигнальна теорія С. Майєра) виникла на базі зіставлення теорій Міллера-Модільяні та Г. Дональдсона. ЇЇ зміст полягає в тому, що фінансові менеджери своїми рішеннями інформують акціонерів і потенційних інвесторів про стан справ і можуть активно впливати на ринкову ціну акцій фірми.

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.

Крім згаданих вище концепцій існують і інші теорії. Але незважаючи на такий високий інтерес учених до проблеми структури капіталу, на практиці встановлено, що немає єдиного оптимального рішення щодо співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних акціонерних товариств, а й для одного акціонерного товариства на різних стадіях його розвитку та при різній кон'юнктурі товарного і фінансового ринків.

Шляхи оптимізації структури капіталу були запропоновані професором І.О. Бланком у працях. Згідно з ним, оптимальна структура капіталу відображає таке співвідношення використання власного та позикового капіталу, при якому забезпечується найбільш ефективний взаємозв'язок між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість [1, с. 235].

Будь-яке акціонерне товариство для фінансування своєї діяльності потребує достатнього обсягу фінансування, яке залежить від періоду обігу активів та відповідних ним пасивів. Активи та пасиви акціонерного товариства за строками обігу можна поділити на короткота довгострокові. Залучення того чи іншого джерела фінансування пов'язане з витратами зі сплати процентів за користування цими джерелами. Загальна сума коштів, що сплачується за користування певним обсягом залучених фінансових ресурсів називається вартістю капіталу. В оптимальному варіанті передбачається, що обігові кошти акціонерних товариств фінансуються за рахунок довгострокових джерел. Завдяки цьому оптимізується загальна сума витрат щодо залучення коштів.

Процес оптимізації структури капіталу здійснюється у наступній послідовності[1, с. 235—247; 3, с. 270—271].

1. Аналіз складу капіталу в динаміці за ряд періодів (кварталів, років) та тенденцій зміни його структури, а також вплив, що вони здійснюють на фінансову стійкість та ефективність використання капіталу. В процесі аналізу розглядаються такі показники, як коефіцієнти фінансової незалежності, заборгованості, співвідношення між довгостроковими та короткостроковими зобов'язаннями, коефіцієнт фінансового важеля. Далі вивчаються показники рентабельності активів та власного капіталу.

2. Оцінка основних факторів, що визначають структуру капіталу. До них відносяться:

— галузеві особливості операційної діяльності (характер цих особливостей визначає структуру активів акціонерного товариства, їх ліквідність);

— стадія життєвого циклу акціонерного товариства (молоді компанії з конкурентоспроможною продукцією можуть залучати для свого розвитку більше позикового капіталу, а зрілі — використовують переважно власні кошти);

— кон'юнктура товарного ринку (чим стабільніша кон'юнктура цього ринку і відповідно стабільніший попит на продукцію акціонерного товариства, тим вище та безпечніше стає використання позикового капіталу, та навпаки);

— кон'юнктура фінансового ринку (в залежності від стану цієї кон'юнктури зростає або знижується вартість позикового капіталу);

— рівень рентабельності операційної діяльності;

— податковий тиск на компанію (частка прямих та непрямих податків, що сплачуються у доході від продаж-брутто);

— ступінь концентрації акціонерного капіталу (прагнення капіталовласників зберегти контрольний пакет акцій).

З урахуванням наведених та інших факторів управління структурою капіталу передбачаємо вирішення двох ключових задач:

а) встановлення прийнятних пропорцій використання власного та позикового капіталу;

б) забезпечення у випадку необхідності залучення додаткового внутрішнього або зовнішнього капіталу.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Для таких розрахунків був обраний критерій, який найбільш повно відображає вплив ефективності сформованих джерел фінансування на збільшення дохідності вкладених власниками коштів, тобто максимізації фінансової рентабельності. Також для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовується механізм фінансового важеля.

Таким чином, позитивний вплив ефекту фінансового важеля проявляється тоді, коли економія за рахунок зниження податкових платежів перевищує витрати акціонерного товариства за користування позиковими коштами. Значення ефекту фінансового важеля має бути таким, щоб компенсувати податкові вилучення з прибутку та забезпечити мінімізацію відхилення між економічною та фінансовою рентабельністю.

Процес оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності можна розглянути на табл. 1.

Отже, здійснення таких розрахунків з використанням механізму фінансового важеля дозволяє визначити оптимальну структуру капіталу, яка призводить до максимізації рівня фінансової рентабельності. За даним методом оптимальна структура капіталу складає 12,5%/ 87,5% відповідно позикового капіталу до власного (ІІІ варіант).

4. Процес оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості базується на попередній оцінці власного та позикового капіталу при різних умовах його залучення та здійсненні розрахунків середньозваженої вартості капіталів. Вирішення задачі побудоване на виявленні тенденції зміни ціни кожного джерела ресурсів при зміні фінансової структури акціонерного товариства. Згідно з дослідженнями провідних вчених, зростання частки позикових коштів у загальній сумі джерел супроводжується більш швидкими темпами зростання ціни власного капіталу, ніж ціни позикових коштів. Виходячи з того, що ціна позикових коштів дещо нижча, ніж власних, стверджують, що існує оптимальна структура капіталу, що мінімізує їхню середньозважену ціну і відповідно максимізує ціну акціонерного товариства.

Ціна акціонерного товариства має важливе значення для досягнення стратегічної мети акціонерного товариства, адже її зростання призводить до зростання цінності акціонерного товариства, його привабливості з точку зору власників майна.

Таблиця 1. Розрахунок коефіцієнта фінансової рентабельності при різних значеннях коефіцієнта фінансового важеля племсервісів України

Показники	Варіанти						
	I	II	III	IV	V	VI	VII
Власний капітал	200000	200000	200000	200000	200000	200000	200000
Обсяг позикового капіталу	0	10000	25000	50000	75000	150000	200000
Загальний обсяг капіталу (ряд.1 + ряд.2)	200000	210000	225000	250000	275000	350000	400000
Коефіцієнт фінансового важеля	0,00	0,05	0,13	0,25	0,38	0,75	1,00
Рентабельність активів, %	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Мінімальна ставка процента за кредит, %	0	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Мінімальна процентна ставка з урахуванням премії за кредитний ризик, %	0	20,05	20,13	20,25	20,38	20,75	21,0
Бухгалтерський прибуток з урахуванням процентів за кредит (ряд.3 ×ряд.5: 100)	7980	8379	8978	9975	10973	13965	15960
Сума процентів за кредит (ряд.2 × ряд.6: 100)	0	2000	5000	10000	15000	30000	40000
Бухгалтерський прибуток без урахування суми процентів за кредит (ряд.8 – ряд.9)	7980	6379	3978	-25	-4027	-16035	-24040
Ставка податку на прибуток	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Сума податку на прибуток (ряд.10 × ряд.11)	1995	1594,75	994,5	-6,25	-1006,75	-4008,75	-6010
Чистий прибуток (ряд.10 – ряд.12)	5985	4784,25	2983,5	-18,75	-3020,25	-12026,3	-18030
Чиста рентабельність власного капіталу (ряд.13: ряд.1 × 100), %	2,99	2,39	1,49	-0,01	-1,51	-6,01	-9,02
Приріст чистої рентабельності власного капіталу, %	0,00	-0,6	-0,9	-1,5	-1,52	-7,52	-15,03

Провівши розрахунок оптимальної структури за критерієм мінімізації його вартості (значення умовні), можемо зробити висновок, що за поставлених умов оптимальним є співвідношення позикового до власного капіталу на рівні 67%/ 33%, відповідно власного капіталу до позикового (VI варіант).

5. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків пов'язаний з вибором більш дешевих джерел фінансування активів акціонерного товариства. З цією метою всі активи акціонерного товариства розподіляються на такі три групи:

а) необоротні активи;

б) постійна частина оборотних активів (незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний акціонерному товариству для здійснення поточної операційної діяльності);

в) змінна частина оборотних активів.

Існує три підходи до фінансування різних груп активів акціонерного товариства: консервативний, помірний та агресивний [1, с. 125—126].

При консервативному підході приблизно 50% змінної частини оборотних активів формується за рахунок короткострокових зобов'язань, інші 50% змінної частини, постійна частина оборотних активів та необоротні активи покриваються власним капіталом та довгостроковими зобов'язаннями.

При помірному підході 100% змінної частини оборотних активів формується за рахунок короткострокових зобов'язань, а 100% постійної частини — за рахунок власних коштів, що дозволяє встановити конкретні його значення на майбутній період. В процесі такого вибору враховуються індивідуальні особливості діяльності кожного акціонерного товариства. Заключне рішення по даному питанню дозволяє сформувати на прогнозований період найбільш прийнятну для акціонерного товариства структуру капіталу.

При агресивному підході 100% змінної частини та 50% постійної оборотних активів формується за рахунок короткострокових зобов'язань, решта постійної частини оборотних активів та необоротні активи фінансуються за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань.

Виходячи зі свого ставлення до фінансового ризику, керівництво акціонерного товариства обирає один з розглянутих варіантів фінансування активів. Враховуючи, що на сучасному стані довгострокові позики акціонерним товариствам практично не надаються, тоді обрана модель фінансування активів буде представляти співвідношення власного та позикового (короткострокового) капіталу, тобто оптимізувати його структуру з цих позицій.

6. Граничні межі максимально рентабельної та мінімально ризикової структури капіталу дозволяють визначити поле вибору його конкретних значень на плановий період. В процесі вибору формування показника цільової структури капіталу враховуються раніше розглянуті фактори, що характеризують індивідуальні особливості діяльності даного акціонерного товариства.

Остаточне рішення, що приймається по цьому питанню, дозволяє сформувати на майбутній період показник "цільової структури капіталу", у відповідності з яким буде здійснюватися наступне його формування на акціонерному товаристві шляхом залучення фінансових коштів з відповідних джерел.

Таким чином, вирішення проблеми визначення розміру залучених кредитних ресурсів залежить від розрахунку оптимального співвідношення позикових та власних коштів, яке максимізувало б фінансову рентабельність акціонерного товариства і знижувало середньозважену ціну капіталу (що підвищить ціну акціонерного товариства), від обрання "найдешевшої" політики фінансування активів (мінімізації рівня фінансових ризиків) та від формування цільової структури капіталу.

Сутність політики управління щодо забезпечення капіталом функціонування акціонерного товариства і виплат засновникам і власникам капіталу зводиться до вирішення таких питань [3, с. 252—253]:

— вибір між джерелами формування капіталу;

— вибір схеми мінімізації податкових платежів;

— вибір форми залучення зовнішніх джерел фінансування і забезпечення їх привабливості на фінансових ринках;

— дивідендної політики, схем виплат власникам капіталу акціонерного товариства і пропорції між реі-

нвестованим прибутком і прибутком, який сплачується власникам.

Політика управління складовими капіталу акціонерного товариства може здійснюватися в такій послідовності [3, с. 253]:

— аналіз формування загального обсягу капіталу в передплановому періоді. На даному етапі вивчається відповідність темпів приросту капіталу активам і обсягу виробленої (реалізованої) продукції;

— вивчається співвідношення між зовнішніми і внутрішніми джерелами формування капіталу;

— оцінюється достатність капіталу у звітному періоді. Критерієм такої оцінки може бути показник "коефіцієнт самофінансування розвитку акціонерного товариства";

— визначається загальна потреба у капіталі в плановому періоді;

— у розрізі основних елементів капіталу оцінюється вартість власного капіталу. Результати цієї оцінки є основою розроблення управлінських рішень щодо вибору джерел формування власного капіталу, які забезпечили б його приріст;

— забезпечення загального обсягу капіталу в плановому періоді;

— оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу. При цьому доцільно враховувати, що вартість залучення власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел не повинна перевищувати планову вартість залучення позичкових коштів.

Управління фінансовою діяльністю акціонерного товариства базується на використанні різноманітних методів і прийомів обгрунтування фінансових рішень.

Важливою методологічною основою фінансового менеджменту є його облікова політика, тобто сукупність принципів, методів і процедур, що використовуються у процесі складання фінансової звітності. Облікова політика суттєво впливає: на фінансові результати діяльності акціонерного товариства, і чим менше зарегламентована діяльність його облікових служб у виборі методів бухгалтерського обліку, тим більше можливостей у фінансових менеджерів для маневру під час розробки фінансових рішень.

Механізм управління діяльністю акціонерного товариства і складовими капіталу повинен спиратися на вибрані категорії, але при цьому останні мають бути достатньо обгрунтованими, враховувати доходи власників акціонерного товариства, а також джерела власних коштів як для фінансування програм розвитку, так і для виплати дивідендів.

Таблиця 2. Розрахунок оптимальної структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості для племсервісів України

Показники	Варіанти							
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Загальна вартість капіталу	275000	250000	225000	225000	225000	225000	250000	275000
Варіанти структури капіталу, %:	9:91	20:80	33:67	44:56	56:44	67:33	80:20	91:9
Власний (акціонерний) капітал	25000	50000	75000	100000	125000	150000	200000	250000
Позиковий капітал	250000	200000	150000	125000	100000	75000	50000	25000
Норма дивіденду, %	12	12	12	12	12	12	12	12
Мінімальна процента ставка з урахуванням премії за кредитний ризик, %	28	27	26	25	24	23	22	21
Ставка податку на прибуток	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Податковий коректор	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Ставка процента за кредит з урахуванням податкового коректора (ряд.6 × ряд.8), %	21	20,25	19,5	18,75	18	17,25	16,5	15,75
Вартість складових елементів капіталу, %:	5:95	13:87	24:76	34:66	45:55	58:42	74:26	88:12
Власного капіталу (ряд. 3 × 5): 100	3000	6000	9000	12000	15000	18000	24000	30000
Позикового капіталу (ряд.4 × ряд.9): 100	52500	40500	29250	23437,5	18000	12937,5	8250	3937,5
Середньозважена вартість капіталу (СВК) ((ряд.11 × ряд.3) + (ряд.12 × ряд.4)): 100	13200	840000	506250	412969	367500	367050	521250	759850

ВИСНОВКИ

У процесі управління позичковим капіталом з метою отримання ефекту фінансового важеля треба [1, с. 292—298; 3, с. 260—261]:

1. Проаналізувати процес формування і використання залученого капіталу у звітному періоді.

2. Визначити мету залучення капіталу в майбутньому періоді.

3. Визначити максимальний обсяг залученого капіталу з урахуванням забезпечення достатньої фінансової стійкості акціонерного товариства.

4. Оцінити вартість різних форм позикового капіталу. Результати такої оцінки можуть бути покладені в основу прийняття управлінських рішень, щодо вибору альтернативних джерел залучення позикових коштів, які забезпечують потребу акціонерного товариства в позиковому капіталі.

5. Визначити співвідношення обсягу короткострокових і довгострокових позикових коштів.

6. Вибір форм залучення позикових коштів акціонерне товариство повинно здійснювати, виходячи зі специфіки своєї господарської діяльності.

7. Визначити склад основних кредиторів. Цей склад доцільно визначати, пов'язуючи кредиторів з формами залучення позикових коштів.

8. Проаналізувати умови залучення кредитів (термін надання кредиту; ставка процентів за кредит; умови виплати суми процента; умови виплати основної суми боргу та інші умови).

9. Забезпечити своєчасні розрахунки за отримані кредити. Платежі за обслуговування залученого капіталу відображаються у платіжному календарії повинні контролюватися в процесі поточної фінансово-господарської діяльності.

10. Забезпечити ефективне використання позикових коштів. Критерієм такої ефективності є показники оборотності і рентабельності позикового капіталу.

Література:

1.Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. — К.: Ника-Центр, 1999. — 528 с.

2. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / За ред. проф. Г.Г. Кірейцева. — Київ: ЦУЛ, 2002. — 496 с.

3. Фінансовий менеджмент: підручник / Кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін. — К.: КНЕУ, 2005. — 536 с.

Стаття надійшла до редакції 13.10.2011 р.