

**Мамонтова Н.А.,**

кандидат економічних наук, доцент,

Національний університет „Острозька академія”

## СТРУКТУРА КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЙ

*У статті досліджуються питання управління структурою капіталу. Розглядаються класичні теорії структури капіталу та аналізуються фактори впливу на неї. Пропонуються напрями підвищення ефективності управління власним та залученим капіталом.*

*The article investigates the questions of capital structure management. The classical theories of capital structure are described as well as the main factors that influence it. The ways that increase the effectiveness of capital management are proposed.*

В ринковій економіці, здійснюючи фінансовий менеджмент в корпораціях, постає питання про управління структурою капіталу для забезпечення максимізації вартості акцій, що розуміється як максимізація вартості корпорації в цілому. Теорії структури капіталу цікавлять фінансистів як з теоретичного, так і з практичного погляду. Концепція структури капіталу формує основу вибору стратегічних напрямків фінансового розвитку підприємства.

Поява теорії „структури капіталу” зумовила новий напрямок досліджень вчених у фінансовій науці, який розглядається великим колом науковців. Відомі вчені, лауреати Нобелівської премії Модільяні Ф. та Міллер М. зазначали, що „ринкова вартість усіх випущених акцій будь-якої фірми буде визначатися такими факторами: рентабельністю реальних активів компанії та пов'язаними з ними ризиками, але не буде залежати від структури капіталу” [4, с.261]. Структура капіталу важлива лише при прийнятті управлінських рішень щодо пошуку, розподілу та розміщення фінансових ресурсів.

Американські вчені Ченг Ф. Лі та Джозеф І. Фіннерті розглядають структуру капіталу як „набір цінних паперів (акцій та облигацій)” [3, с.227]. З цим не можна погодитись, адже корпорації фінансуються не лише шляхом випуску акцій та облигацій. Вони можуть залучати як власний капітал (в тому числі шляхом емісії простих та привілейованих акцій), так і залучений капітал (у тому числі випуск облигацій). Власний капітал може залучатись у формі внесків до статутного капіталу, використання нерозподіленого прибутку, амортизаційних відрахувань. Корпорації залучають кошти цільового фінансування, сталі пасиви, довгострокові та короткострокові банківські позики, кредиторську заборгованість та інші залучені кошти.

На нашу думку, заслуговує уваги твердження російського вченого Бланка І.О. про те, що „структура капіталу – це співвідношення всіх форм власних та залучених фінансових ресурсів, що використовуються підприємством під час здійснення господарської діяльності для фінансування активів” [2, с.261]. Але не існує єдиної для всіх корпорацій форми формування структури капіталу за рахунок акцій та боргових зобов'язань. Крім того, для вітчизняних невеликих корпорацій доступ на фінансовий ринок обмежений через небажання фінансових установ випускати облигації на суму менше 1 млн. грн. Тому такі корпорації використовують в основному банківські позики та комерційний кредит.

Пошук оптимальної структури капіталу більше пов'язаний з прийняттям компромісних рішень, які залежать від певної законодавчої бази та видів податків, що сплачує корпорація.

Мертон, розглядаючи питання структури капіталу, використовує такий приклад. „Фірма – це великий пиріг, поділений на чотири частини. Якщо розрізати кожен дану частину навпіл, то одержимо вісім частин. З позиції теорії Міллера та Модільяні ми одержимо більше кусків, але не самого пирога” [5, с.513]. Він зупиняється на дослідженні середовища з ідеальними умовами, яке має такі характеристики:

- немає оподаткування податком на доходи;
- відсутні витрати на оплату праці послуг фінансових посередників при випуску акцій та облигацій;
- однакові кредитні умови для інвесторів та корпорацій;
- усі суперечності, які виникають між інвесторами та іншими зацікавленими особами, вирішуються без додаткових витрат.

Залучення позикових джерел проявляє дію фінансового важеля, що дозволяє збільшити доходи акціонерів, але за це необхідно платити (сплачувати відсотки за користування позиковими коштами), що може привести до фінансового ризику. Акціонер використовує не лише свій власний капітал, але й кошти кредиторів. Чи існує такий рівень заборгованості, який би забезпечив найбільш вигідне співвідношення очікуваної доходності та ризику?

Модільяні та Міллер довели, що у світі, в якому не існує корпоративних податків, сукупна ринкова вартість компанії не залежить від структури її капіталу. Сукупна ринкова вартість дорівнює потоку платежів очікуваних в майбутньому доходів від основної діяльності, дисконтованих за ставкою відповідної групи ризику, до якої належить компанія.

В ідеальному економічному середовищі структура капіталу не впливає на вартість фірми. В реальних умовах спостерігаються різні відхилення від ідеального стану. Як і для інвесторів, так і для фірм-емітентів акцій та облігацій умови оподаткування процентних виплат за облігаціями та дивідендами впливають на прийняття рішення про придбання акцій чи облігацій. Крім того, виплата доходів усім власникам цінних паперів компанії потребує значних коштів. Пошук оптимальної структури капіталу для конкретної корпорації потребує застосування збалансованого підходу, що визначається певним законодавчим полем та умовами оподаткування[4].

Роберт Мертон розглядає такі управлінські рішення відносно формування структури капіталу в реальних умовах функціонування корпорацій:

- за рахунок тієї чи іншої структури капіталу фірма може знижувати свої доходи або обходити найбільш обтяжуючі правила;
- за рахунок вибору тієї чи іншої структури капіталу фірма може знизити ймовірність виникнення потенційно дорогих рішень в суперечності між інтересами різних зацікавлених груп (між менеджерами та акціонерами або між акціонерами та кредиторами);
- за рахунок тієї чи іншої структури капіталу фірма може забезпечити зацікавлені групи фінансовими активами, які недоступні для них в інших умовах.

Таким чином, корпорація розширює можливий набір доступних фінансових інструментів, одержуючи додатковий прибуток[5].

Корпорація, яка не має боргових зобов'язань, сплачує податки із загальної суми операційного доходу, а корпорація, яка має борги, з доходу сплачує платежі за процентами, а потім сплачує податок з суми, яка залишається. Тому корпорація, яка має борги, буде мати більшу вартість, ніж вільна від боргів корпорація, але яка відноситься до тієї ж групи ризику та має однаковий розмір очікуваного прибутку. Отже, при рівних інших умовах вартість корпорації можна збільшити, нарощуючи частку боргових зобов'язань в її капіталі. Нарощуючи заборгованість, корпорація може підвищувати власну вартість, але на практиці корпорації не роблять цього для того, щоб не втратити контроль над своєю власністю.

Мертон запропонував такий підхід до вирішення даної суперечності. Він вводить в аналіз не лише корпоративні податки, але й особисті податки та виходить з ідеї рівноваги ринку корпоративних облігацій.

Модель Міллера базується на таких припущеннях:

- 1) інвестори купують або звичайні акції, або облігації;
- 2) усі виплати акціонерам – це дохід на капітал або не оподатковані дивіденди. Крім того:
  - ні один інвестор не реалізує дохід на капітал до своєї смерті;
  - в добре диференційованих портфелях прибутки та збитки взаємно урівноважуються;
  - 80 % дивідендів, одержуваних підприємствами, що підлягають оподаткуванню, можуть бути звільнені від оподаткування;
  - багато інвестиційних фондів, таких як пенсійні та трастові, взагалі звільняються від оподаткування;
- 3) дохід за облігаціями оподатковується за ставкою особистого оподаткування фізичних осіб та коливається від 0 до найвищої ставки.

Менеджери реалізують потенціал росту компанії за рахунок нарощування боргу, а тому намагаються переконати інвесторів придбати боргові зобов'язання та пропонують їм достатньо привабливі проценти. Це легко зробити для корпорацій, які звільнені від сплати податків.

Вчений довів, що в цілому для більшості компаній існує оптимальне співвідношення боргу та акціонерного капіталу. При будь-якій структурі капіталу стан рівноваги на ринку облігацій зрівноважує зростання вартості компаній, яке може виникати в результаті існування податкових переваг, пов'язаних з емісією облігацій [3, с.240].

Таким чином, навіть при існуванні корпоративних податків структура капіталу не вплине на величину ринкової вартості корпорації. В реальному житті такі фактори, як банкрутство та агентські витрати, недосконалість ринку здатні зробити рішення про структуру капіталу важливим фактором, який визначає вартість компанії.

Під час здійснення господарської діяльності у багатьох корпорацій можуть виникати фінансові ускладнення, пов'язані з порушенням строків погашення боргових зобов'язань кредиторам. Іноді такі фінансові проблеми можуть привести до банкрутства. Інвесторів турбує те, що корпорації із залученим капіталом можуть мати фінансові проблеми, а тому це впливає на ринкову вартість фірми.

При розгляді питання структури капіталу варто зупинитись на теорії компромісу, теорії ієрархії та теорії асиметричної інформації.

Теорія компромісу (прийняття рішень щодо розміру коефіцієнта „борг-власний капітал” (боргових зобов'язань)) у виборі структури капіталу передбачає, що різні фірми встановлюють для себе дуже різні планові коефіцієнти боргових зобов'язань. Корпорації, які мають надійні матеріальні активи та значні суми оподаткованого прибутку, повинні планувати високі коефіцієнти боргових зобов'язань. На противагу їм - компаніям, які мають в складі активів значну частку ризикових нематеріальних активів, необхідно залучати в основному власний капітал.

Якщо б регулювання структури капіталу не потребувало певних витрат, кожна фірма завжди б підтримувала плановий коефіцієнт боргових зобов'язань. Але такі витрати все-таки виникають, а відповідно і виникають труднощі у встановленні оптимального співвідношення власного та залученого капіталу. Корпорації не в змозі зразу нейтралізувати випадки, які спричиняють відхилення від запланованої структури капіталу.

На відміну від теорії максимізації боргів компанії, теорія компромісів уникає крайнощів та дає пояснення задовільним коефіцієнтам боргових зобов'язань. За даною теорією високотехнологічні корпорації, що розвиваються, та які мають в складі активів значну частку нематеріальних активів, мають невеликий розмір боргу. А в компаніях, які мають великий розмір матеріальних активів, фінансові менеджери можуть залучати значні позики.

Теорія компромісів також допомагає зрозуміти, які компанії приватизуються шляхом викупу через позики. Це виникає при купівлі відкритих акціонерних товариств приватними інвесторами, які сплачують значну частку продажної ціни корпорації в кредит. Як правило, корпорації, які виступають об'єктом поглинання, таким чином є підприємствами з добре розвиненими ринками збуту продукції, але з невеликою чистою приведеною вартістю перспектив росту. За даною теорією, такій корпорації необхідно мати високі коефіцієнти боргових зобов'язань.

Компанії, які мають дуже великі борги та не мають змоги погасити їх за рахунок внутрішніх джерел, повинні випускати акції, обмежувати розмір дивідендів або продавати активи з метою одержання грошових коштів для відновлення структури капіталу.

Проте теорія компромісу не може пояснити причини невеликих розмірів коефіцієнтів боргових зобов'язань у найбільш успішних корпораціях.

Майерс досліджує альтернативну теорію - ієрархії, яка пояснює зворотній зв'язок між коефіцієнтами рентабельності та боргових зобов'язань:

1. Фірми віддають перевагу внутрішнім джерелам фінансування.

2. Фірми встановлюють плановий коефіцієнт дивідендних виплат відповідно до своїх інвестиційних можливостей та намагаються уникати непередбачуваних змін розміру дивідендів.

3. Стабільна дивідендна політика в поєднанні з непередбачуваними коливаннями коефіцієнтів рентабельності та інвестиційних можливостей означає, що потоки грошових коштів, які одержуються за рахунок власних джерел, іноді перевищують обсяг капітальних вкладень, а іноді й не перевищують. Якщо потоки грошових коштів перевищують обсяг капітальних вкладень, то фірми погашають борг або інвестують кошти у високоліквідні цінні папери. Якщо ні, фірми в першу чергу витрачають залишки грошових коштів або продають свої високоліквідні цінні папери.

4. Якщо необхідне зовнішнє фінансування, то фірми спочатку випускають облігації, потім конвертовані облігації, і лише в останню чергу - акції.

В даному випадку немає ніякого планового співвідношення боргу та власного капіталу як в теорії компромісів, оскільки існує два види власного капіталу: внутрішній та зовнішній,

один у верхній частині ієрархії, інший – в нижній. Коефіцієнт боргових зобов'язань будь-якої фірми відображає її кумулятивні потреби у зовнішньому фінансуванні.

Теорія ієрархії пояснює, чому найбільш рентабельні фірми в цілому роблять менше позик: не тому, що вони бажають мати низькі коефіцієнти боргових зобов'язань, а тому, що в них немає потреби в грошових коштах із зовнішніх джерел. Фірми з більш низькими показниками рентабельності випускають боргові зобов'язання, оскільки не мають власних коштів, достатніх для здійснення своїх інвестиційних програм, а боргове фінансування стоїть на першому місці в ієрархії зовнішніх джерел фінансування.

Складається враження, що фінансові менеджери не намагаються оптимально вирішити питання фінансування, а йдуть шляхом найменшої протидії. Внутрішні фінанси звільняють фінансових менеджерів від контактів із зовнішніми інвесторами та від „дисциплінуючого впливу ринку цінних паперів”. Якщо зникає потреба шукати зовнішні джерела фінансування, то наступними будуть боргові зобов'язання. Хто захоче опинитись „мішенню відкритості та суспільної уваги”, що супроводжує випуски акцій?[6]

Крім того, існування ієрархії можна пояснити раціональними економічними причинами, зокрема, різницею у витратах на емісію цінних паперів. Звичайно, внутрішнє фінансування не пов'язане ні з якими витратами на емісію цінних паперів, але якщо виникне потреба у залучених коштах, витрати на емісію боргових зобов'язань менші, ніж витрати на емісію акцій. Таким чином, має сенс залучати нерозподілений прибуток, а не зовнішній капітал, та створювати фінансове забезпечення у вигляді грошових коштів, високоліквідних ринкових цінних паперів тощо, знижуючи небезпеку вимушеного випуску акцій в майбутньому.

Фінансових менеджерів турбує те, що додатковий випуск акцій надає інвесторам попереджувальний сигнал, знижуючи ринкову ціну акцій. З іншого боку, випуск боргових зобов'язань не має таких перспектив. Тому фінансові менеджери, які не бажають падіння цін на акції, в ієрархії ставлять боргові зобов'язання вище акцій.

Звичайно, важко прийняти рішення про вибір структури капіталу. Питання забезпечення оптимальної структури капіталу необхідно приймати, враховуючи оцінку кожного джере-

ла фінансування та такі фактори: податки, ризик, вид активу, необхідність фінансового забезпечення.

Теорія ієрархії надає важливе значення фінансовому забезпеченню. Якщо немає цих забезпечень, корпорація може опинитись в нижній частині ієрархії та буде вимушена вибирати між випуском акцій за низькою ціною і відмовою від інвестиційних можливостей з позитивною чистою приведеною вартістю.

Сучасні теорії структури капіталу висувують такі критерії оптимальної структури капіталу:

- рівень доходу і ризику в діяльності корпорації;
- мінімізація середньозваженої вартості капіталу корпорації;
- максимізація ринкової вартості корпорації.

Пріоритетний критерій корпорація обирає для себе самостійно.

В науковому світі лобіюються різні теорії структури капіталу. Всі вони заслуговують на увагу. Так, Стюарт Майєрс довгий час шукав оптимальну структуру капіталу та в даний час зупинив її пошуки. Він вважає, що більшість корпорацій не особливо турбуються про структуру свого капіталу. Дані питання турбують менеджерів лише при досить високих або досить низьких боргових зобов'язаннях. В проміжках немає значення, яку структуру капіталу оберуть корпорації. Досить часто фінансові менеджери намагаються обрати таку структуру капіталу, яка схожа на структури капіталу корпорацій-лідерів галузі.

Розглянемо також правові аспекти управління структурою капіталу. Прийняття Господарського кодексу України та нового Цивільного кодексу України зумовило регулювання питань створення, діяльності та ліквідації акціонерних товариств. Так згідно зі ст.158 ЦКУ розширено можливості щодо випуску цінних паперів. Привілейовані акції можна випускати не більше 25 % розміру статутного капіталу, а облігації – на суму, що не перевищує статутного капіталу або розміру забезпечень, що надають акціонерні товариства з цією метою третім особам.

Статтею 155 ЦКУ передбачено при заснуванні акціонерного товариства закритого чи відкритого типу розподіляти акції між засновниками. Крім того, передбачено, що акціонерне товариство повинно після закінчення фінансового року порівнювати вартість чистих активів із розміром статутного капіталу. Якщо ж розмір власного капіталу буде меншим від розміру статутного капіталу, то акціонерному товариству слід зменшити



статутний капітал. Якщо ж вартість чистих активів стане меншою від встановленого мінімального розміру статутного капіталу, то акціонерне товариство підлягає ліквідації.

Розглянемо, як залучають підприємства капітал через випуск акцій та облігацій за останні роки в Україні. Протягом 2003-2006 рр. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку були зареєстровані такі обсяги випусків цінних паперів (Таблиця 1):

*Таблиця 1*  
*Динаміка обсягів зареєстрованих випусків цінних паперів в Україні за 2001-2006рр., млрд.грн.*

Показник	Роки						Темпи росту, %	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006-2005	2006-2001
Динаміка зареєстрованого випуску цінних паперів	69,55	86,64	110,26	145,02	207,01	281,69	136,1	405,0
Річний обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів	22,67	17,09	23,62	34,76	61,99	74,68	120,5	329,4
Динаміка зареєстрованого випуску акцій	68,43	81,23	99,25	127,59	152,4	183,68	120,5	268,4
Річний обсяг зареєстрованих випусків акцій	21,92	12,8	18,02	28,34	24,81	31,28	126,1	142,7
Річний обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств	0,69	4,27	4,24	4,11	12,75	18,01	141,3	2610,1

*За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [7].*

Таблиця 1 показує, що протягом останніх років спостерігалась тенденція щодо стабілізації обсягів випуску цінних паперів. В 2006 році загальний обсяг зареєстрованих цінних паперів збільшився на 36,1 % в порівнянні з 2005 роком та в становив 281,69 млрд.грн., що в 4 рази більше, ніж в 2001 році. Зростають також обсяги випуску облігацій підприємств. Так, в 2006 році обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств в 26 раз перевищував обсяг 2001 року. Також, аналізуючи дані таблиці 1, можна зробити висновок, що підприємства в основному залучають кошти через випуск акцій, а в меншій мірі через випуск облігацій. Так, річний обсяг зареєстрованих випусків акцій в 2005 році переважав у 1,9 раза обсяг зареєстрованого випуску облігацій. Хоча слід зазначити, що поступово з кожним роком темпи росту випусків облігацій перевищують темпи росту випусків акцій. Це є свідченням того, що корпорації все більше залучають позиковий капітал.

Отже, розглянувши різні теорії структури капіталу, можна зробити наступні висновки.

– Всі розглянуті моделі мають своє теоретичне та практичне значення.

– Використання залученого капіталу ставить корпорацію у залежність від ринку капіталу, вихід на який пов'язаний з більш високими вимогами до розробки інвестиційних планів корпорації, ніж при використанні власного капіталу.

– Фінансування із залученням позикового капіталу включає отримання корпорацією кредитів та випуск боргових зобов'язань у вигляді цінних паперів, а також використання інших джерел коштів: кредиторської заборгованості, орендних платежів та пенсійних зобов'язань.

– В ідеальному фінансовому середовищі, де немає податків та операційних витрат на здійснення фінансових операцій, добробут акціонерів не залежить від структури капіталу корпорації.

– В реальному житті існує чимало відхилень від ідеальної моделі фінансового світу, що приводять до висновку про вплив структури капіталу на добробут акціонерів. До таких факторів впливу відносять: систему оподаткування і державне регулювання бізнесу, суперечності між інтересами різних груп, які пов'язані з діяльністю корпорації. Враховуючи дані фактори, управлінський персонал має змогу підвищити добробут зацікавлених осіб через прийняття відповідних рішень щодо структури капіталу. Тобто, шляхом зменшення виплати податків або витрат, пов'язаних з банкрутством; урегулювання можливих суперечностей між інтересами різних зацікавлених груп; забезпечення зацікавленим групам фінансових активів, які є недоступними для них.

– Не існує єдиної оптимальної структури капіталу як для різних корпорацій, так і для однієї корпорації на різних етапах її розвитку. Тому фінансові менеджери мають вирішувати яку саме модель структури капіталу застосувати в тих чи інших умовах.

### Література

1. Закону України „Про цінні папери і фондовий ринок” від 23 лютого 2006 року № 3480-IV.

2. Бланк И.А. Управление активами и капиталом предприятия. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 448 с.

3. Ченг Ф.Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XVIII, 686 с.

4. Modigliani, F., and M. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48, June 1958, pp. 261-297.

5. Merton, R.C. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *Journal of Finance* 29, May 1974.

6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.

7. [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).