

В.В. Глущенко, А.В. Кравець*

Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна,
*Національний технічний університет "Харківський політехнічний інститут"

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ НА ОСНОВІ БАГАТОКРИТЕРІАЛЬНОГО ПІДХОДУ ЯК НАПРЯМ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ ЇХ РОЗВИТКУ

© Глущенко В.В., Кравець А.В., 2012

Досліджено теоретичні, методичні та практичні аспекти механізму оптимізації структури капіталу акціонерних товариств на основі різних критеріїв. Запропоновано формування структури капіталу за критеріями мінімізації середньозваженої вартості, рівня фінансового ризику, максимізації рентабельності загального та власного капіталу, підвищення граничної ефективності формування капіталу акціонерних товариств.

Ключові слова: акціонерне товариство, фінансово-кредитний механізм, власний та позиковий капітал, оптимізація структури капіталу, середньозважена вартість капіталу, ефективність формування капіталу.

OPTIMIZATION OF CAPITAL STRUCTURE STOCK COMPANY ON THE BASIS OF MULTI-CRITERIA APPROACH AS THE DIRECTION OF IMPROVING THE FINANCIAL AND CREDIT MECHANISM OF THEIR DEVELOPMENT

© Glyshchenko V.V., Kravets A.V., 2012

Theoretical, methodical and practical aspects of the mechanism of optimisation of structure of the capital of joint-stock companies on the basis of different criteria are investigated. Formation of structure of the capital by criteria of minimisation of the average cost, level of financial risk, maximisation of profitability of general and own capital, increase of a marginal efficiency of formation of the capital of joint-stock companies is offered.

Key words: joint-stock company, the financially-credit mechanism, own and extra capital, optimisation of structure of the capital, the average cost of the capital, efficiency of formation of the capital.

Постановка проблеми у загальному вигляді

Питання оптимізації структури капіталу акціонерних товариств з метою мінімізації середньозваженої вартості їх капіталу, максимізації валової та чистої рентабельності загального та власного капіталу, підвищення ефективності та ринкової вартості підприємства залишаються актуальними і сьогодні.

Оптимізацію структури капіталу акціонерних товариств необхідно здійснювати з урахуванням багатьох критеріїв: максимізації рівня рентабельності загального та власного капіталу; максимізації чистого прибутку на одну акцію та дивідендної віддачі однієї акції; мінімізації середньозваженої вартості капіталу; мінімізації рівня фінансового ризику; граничної ефективності формування капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Теоретичні та методичні аспекти оптимізації структури капіталу акціонерних товариств з метою мінімізації середньозваженої вартості капіталу корпорацій, максимізації рентабельності та ринкової вартості підприємств досліджували в своїх працях зарубіжні та вітчизняні вчені-економісти: С. Росс, Ф. Модільяні, М. Міллер, С. Майерс, Н. Майлуф, Ю. Бріггем, Л. Гапенський, Р. Брейлі, Ченг Ф. Ли, Дж. І. Финнерти, Г. Марковиць, У. Шарп, Дж. Тобін, І.А. Бланк, М.В. Грідчина, В.В. Бочгаров, В.В. Ковальов, Є.С. Стоянова та ін.

Концепція ціни капіталу підприємства – одна з базових в теорії капіталу. Вартість капіталу використовується як вимірник дохідності поточної діяльності підприємства, базовий критерій ефективності фінансових інвестицій, механізм управління структурою капіталу, вимірювання рівня ринкової ціни підприємства. Маючи можливість залучати капітали з різних джерел, акціонерні товариства намагаються оптимізувати структуру капіталу так, щоб зменшити середньозважену ціну капіталу WACC (Weighted Average Cost of Capital), яка означає середню плату (у відсотках) компанії за всі джерела фінансування, вона також визначає необхідну норму прибутку акціонерного товариства загалом.

Постановка цілей

Мета статті – дослідження теоретичних, методичних та практичних аспектів механізму оптимізації структури капіталу акціонерних товариств на основі різних критеріїв, аналіз методичних підходів та надання практичних рекомендацій щодо формування оптимальної структури капіталу за критеріями мінімізації середньозваженої вартості, рівня фінансового ризику, максимізації рентабельності загального та власного капіталу, підвищення граничної ефективності формування капіталу акціонерних товариств.

Виклад основного матеріалу

Під структурою капіталу розуміють співвідношення між власним і позиковим капіталом підприємства. Між власним і позиковим капіталом є певна відмінність, яка впливає з різного рівня їх дохідності і рівня ризику для власників цього капіталу. Оцінка і порівняння вартості різних елементів капіталу дають можливість сформулювати оптимальну структуру капіталу акціонерного товариства.

Залучення того чи іншого джерела фінансування пов'язано для акціонерного товариства з певними витратами: акціонерам потрібно сплатити дивіденди, банкам – відсотки за надані ними кредити та позики. Під вартістю капіталу слід розуміти те, у скільки обходиться підприємству весь капітал, що використовується. У широкому розумінні вартість капіталу – це розмір фінансової відповідальності, яку бере на себе підприємство за використання у своїй діяльності власного і позикового капіталу. У такій інтерпретації поняття “ціна (вартість) капіталу” дуже близьке за економічним змістом до поняття “рентабельність капіталу”, а тому є одним із основних у теорії капіталу.

Оцінка вартості капіталу акціонерного товариства дуже корисна для порівняльного аналізу ефективності авансування коштів у його діяльність, а також для вироблення його власної інвестиційної політики.

Така оцінка на підприємстві поступово здійснюється в кілька етапів: 1) оцінка вартості власного капіталу; 2) оцінка вартості позикового капіталу; 3) оцінка середньозваженої ціни капіталу.

Проблема визначення вартості власного капіталу в акціонерних товариствах є складною. Невипадково в економічній літературі з цієї проблеми розглядають різні підходи до визначення ціни власного капіталу. Серед них можна виділити такі: 1) на основі дивідендів; 2) на основі доходів; 3) на основі визначення ціни капітальних активів (МОКА або CAPM – від англ. Capital Asset Pricing Model) [5–6].

Перший підхід полягає в тому, що вартість власного капіталу визначається поточною вартістю дивідендів, які акціонери або отримують, або очікують отримати від підприємства. Логіка

концепції полягає в тому, що явні або очікувані витрати чистого прибутку у вигляді дивідендів розглядаються як плата за власний капітал. У зарубіжній практиці для розрахунку вартості власного капіталу таким способом використовують таку формулу [1–3]:

$$C_{BK} = \frac{D_{np}}{PЦ_A} \times 100, \text{ або } C_{BK} = \frac{D_{np} \times 100}{PЦ_A} \times T_D, \quad (1)$$

де C_{BK} – ціна власного капіталу акціонерного товариства, %; D_{np} – прогноз дивіденду на акцію, гр.од; $PЦ_A$ – поточна ринкова ціна акції, гр.од; T_D – очікуваний темп зростання дивідендів, %.

Однак використання цих формул у вітчизняній практиці ускладнюється відсутністю стабільної дивідендної політики, прогнозуванням рівня очікуваного чистого прибутку та визначенням поточної ринкової ціни акції. Тому спрощеним варіантом розрахунку є така формула визначення ціни власного капіталу:

$$C_{BK} = \frac{D_{zn}}{BK} \times 100, \quad (2)$$

де C_{BK} – ціна власного капіталу акціонерного товариства, %; D_{zn} – дивіденди, сплачені у звітному періоді, грн; BK – середня величина власного капіталу, грн.

Загалом дивідендний підхід до визначення ціни власного капіталу є зрозумілим та наочним – це його переваги. Акціонери не надають капіталу, якщо натомість не отримують дивідендів. Разом з тим, такий підхід має також і суттєвий недолік, пов'язаний з тим, що не враховується капіталізована частина прибутку, тобто частина чистого прибутку, що залишається на підприємстві (реінвестується).

Якщо в розрахунку вартості власного капіталу враховується тільки та частина чистого прибутку, яка буде сплачена акціонерам у вигляді дивідендів, це призводить до її зниження. Нерозподілений прибуток слід розглядати як джерело фінансування, що бере участь у формуванні активів і має ціну.

Ціна дорівнює величині доходів, яку отримали б акціонери в результаті повного розподілення чистого прибутку. На цьому припущенні ґрунтується другий підхід – дохідний, який передбачає враховування повного розміру прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства. У зарубіжній практиці одним зі способів практичної реалізації такого підходу є використання формули [1–3]:

$$C_{BK} = \frac{ЧП_A}{PЦ_A} \times 100, \quad (3)$$

де C_{BK} – ціна власного капіталу акціонерного товариства, %; $ЧП_A$ – очікуваний чистий прибуток на акцію, гр.од.; $PЦ_A$ – поточна ринкова ціна акції, гр.од.

Проблеми використання цієї формули пов'язані з надійністю прогнозу очікуваного чистого прибутку на акцію і визначенням поточної ринкової вартості акцій. Варіантом розрахунку ціни власного капіталу в межах цього підходу є такий спрощений спосіб:

$$C_{BK} = \frac{ЧП}{BK} \times 100, \quad (4)$$

де C_{BK} – ціна власного капіталу акціонерного товариства, %; $ЧП$ – чистий прибуток підприємства, грн.; BK – середня величина власного капіталу, грн.

Третій підхід передбачає встановлення нормальної ринкової дохідності акцій, скоригованої залежно від ступеня ризику. Для використання цього підходу необхідна інформація про оцінку рівня дохідності вільних від ризику цінних паперів, оцінку рівня дохідності цінних паперів, середніх за ступенем ризику, характеристику величини ризику. Останнім параметром є коефіцієнт β , який визначає величину систематичного ризику, тобто ризику, що виникає у результаті коливань дохідності на ринку цінних паперів. За цим підходом застосовують формулу [5–6]:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f), \quad (5)$$

де R – необхідна ставка доходу (дохідність портфеля цінних паперів); R_f – ставка дохідності за безризиковими вкладеннями; R_m – середньорічний рівень дохідності звичайних акцій (очікувана

середньоринкова дохідність портфеля цінних паперів); β – коефіцієнт “бета”, означає ринковий або “систематичний” ризик.

Складова $\beta (R_m - R_f)$ являє собою коригування на ризик порівняно з дохідністю вкладень, вільних від ризику. Зауважимо, що необхідною умовою використання такої моделі є наявність розвинутого ринку цінних паперів.

У наукових роботах нобелівських лауреатів Г. Марковиця, У. Шарпа, Дж. Тобіна (1952 р., 1964 р., 1981 р.) розвинуто “портфельну теорію” та “модель оцінки вартості капітальних активів” (МОКА, з англ. CAPM), в яких досліджено співвідношення між дохідністю та ризиком для кожного активу (цінного папера) в умовах рівноважного ринку. Ступінь ризику визначено як амплітуду коливань доходів за різними цінними паперами [5–6].

“Портфельна теорія” являє собою механізм оптимізації інвестиційного портфеля, оснований на статистичних методах, що формується за заданими критеріями співвідношення рівня його дохідності та ризику, тобто формування “ефективного портфеля” інвестора повинно забезпечити найвищий рівень його дохідності за заданого рівня ризику або найменший рівень ризику за заданого рівня дохідності.

У процесі аналізу портфеля необхідно виокремлювати дві складові сукупного ризику: систематичний та несистематичний ризики. Систематичний ризик є частиною загального ризику системи, залежить від загального стану економіки і зумовлений макроекономічними чинниками. Систематичний ризик називають недиверсифікованим, або ринковим, оскільки його не можна зменшити диверсифікацією (введенням до портфеля різних за характеристиками цінних паперів). Його вимірюють за допомогою коефіцієнта β (бета).

Несистематичний ризик пов’язаний з невизначеністю діяльності конкретного емітента цінних паперів. Інвестор має змогу уникнути цього ризику, сформувавши ефективний портфель, тобто такий набір цінних паперів, який уможливує взаємне компенсування коливання дохідності різних інструментів, коли недостатня дохідність одного цінного паперу компенсується підвищеною дохідністю іншого. Для зниження несистематичного ризику застосовують метод диверсифікації.

Диверсифікація фінансових інструментів інвестування зменшує рівень несистематичного (специфічного) ризику портфеля, а відповідно, і загальний рівень портфельного ризику. Чим вища кількість фінансових інструментів, що входять у портфель, тим нижчим за незмінного рівня інвестиційного доходу буде рівень портфельного ризику. Графічно ця залежність проілюстровано на рисунку.

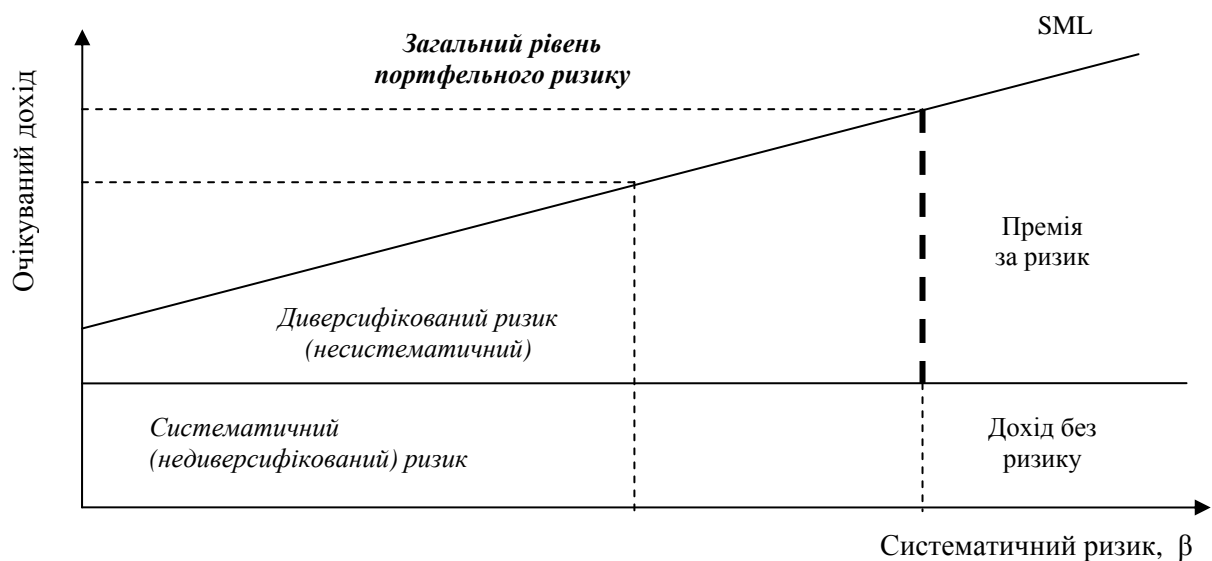


Рис. 1. Лінія ринку капіталу (SML)

З рис. 1 видно, що диверсифікація дає змогу зменшити тільки несистематичний ризик портфеля цінних паперів. Систематичний (ринковий) ризик диверсифікацією не ліквідується, його можна відшкодувати відповідною премією за ризик. В 1976 р. американський економіст С. Росс запропонував теорію арбітражного ціноутворення – АРТ (The Arbitrage Pricing Theory) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів МОКА (САРМ) [4].

Дослідження, проведені в США стосовно відповідності лінії дохідності ринку цінних паперів і реальної дохідності на ринку капіталів, показали деяку уразливість моделі МОКА. Ретроспективні ставки дохідності, визначені за моделлю, часто не відповідали реальній дохідності цінних паперів. Тому тривав пошук виявлення зв'язків між дохідністю і ризиком за цінними паперами.

На протигагу моделі САРМ, в якій розглядається один вид систематичного ризику (ринковий ризик), теорія АРТ визначає декілька джерел систематичного ризику в економіці, які неможливо усунути диверсифікацією (розмір інфляції, обсяг виробництва, відсоткові ставки, зміна цін на енергоносії тощо).

Залучення позикового капіталу для підприємства – один зі способів розширення його діяльності. Окремі види позикових коштів для підприємства мають різну вартість. Однак, незважаючи на велику кількість видів заборгованості, загальним підходом до визначення вартості позикового капіталу може бути такий: ціна позикового капіталу визначається відношенням витрат, пов'язаних із залученням фінансових ресурсів, до величини капіталу, що залучається.

Ціна позикового капіталу в формі банківського кредиту визначається за формулою [1–3]:

$$C_{ПК} = \frac{P_{БК} \times (1 - P_{ПР})}{1 - PB_{БК}}, \quad (6)$$

де $C_{ПК}$ – ціна позикового капіталу у формі банківського кредиту, %; $C_{БК}$ – ставка відсотка за банківський кредит, %; $P_{ПР}$ – ставка податку на прибуток, %; $PB_{БК}$ – рівень витрат за банківський кредит у його сумі (частка), %.

Визначивши вартість окремих джерел фінансування – власного і позикового, розраховують середню вартість капіталу, яку можна знайти як середньозважену величину вартості всіх категорій капіталу.

Головна мета розрахунку цього показника полягає в тому, щоб отримати критерій вибору для майбутніх інвестицій, які оцінюють за ставкою дохідності, достатньої, щоб компенсувати витрати вкладникам капіталу.

Отже, середньозважена вартість капіталу характеризує рівень компенсації вкладникам капіталу відмови від використання коштів у інший спосіб – поза підприємством. Ураховуючи, що ступінь участі різних вкладників капіталу у фінансуванні діяльності не рівноцінний, вартість окремих видів фінансування зважують за часткою певного джерела в загальному обсязі фінансування. Середньозважену вартість капіталу (СЗВК або WACC) визначають за формулою [1–3]:

$$СЗВК = \sum_{i=1}^n B_i \times \mathcal{C}_i, \quad (7)$$

де $СЗВК$ – середньозважена вартість капіталу, %; B_i – вартість конкретного (i -го) джерела фінансування капіталу, %; \mathcal{C}_i – частка конкретного (i -го) джерела фінансування у загальній сумі капіталу, %; n – кількість джерел коштів.

Середньозважену ціну капіталу можна використати в інвестиційному аналізі як дисконтну ставку для дисконтування грошових потоків при обчисленні чистої теперішньої вартості (NPV) проекту, для порівняння з внутрішньою ставкою рентабельності (IRR) проектів.

Важливим для підприємства є визначення взаємозв'язку оцінки поточної і майбутньої вартості СЗВК. Такий взаємозв'язок досягається за допомогою показника граничної вартості капіталу (ГВК). Цей показник відображає приріст СЗВК до суми кожної нової одиниці капіталу, який додатково залучає підприємство.

Граничну вартість капіталу доцільно порівнювати з очікуваною нормою прибутку за інвестиційними проектами чи комерційними операціями, здійснення яких потребує додаткового капіталу. Очікувана норма прибутку має бути вищою за середньозважену вартість капіталу. Прийняття рішення про додаткове залучення капіталу об'єктивно передбачає визначення межі ефективного його використання. З цією метою розраховують показник “гранична ефективність капіталу” (ГЕК) [2–3]:

$$ГЕК = \frac{\Delta P_K}{\Delta CЗВК}, \quad (8)$$

де ΔP_K – приріст рівня рентабельності капіталу, %; $\Delta CЗВК$ – приріст середньозваженої вартості капіталу, %.

На наш погляд, вищенаведену формулу можна удосконалити, щоб визначити граничну ефективність формування та використання загального і власного капіталу підприємства в різних варіантах структури капіталу:

$$ГЕ_{Зак} = \frac{P_{Зак} - CЗВК}{CЗВК} \times 100, \text{ або } ГЕ_{ВК} = \frac{P_{ВК} - CЗВК}{CЗВК} \times 100, \quad (9)$$

де $ГЕ_{Зак}$ – гранична ефективність формування загального капіталу, %; $ГЕ_{ВК}$ – гранична ефективність формування власного капіталу, %; $P_{Зак}$ – рівень рентабельності загального капіталу, %; $P_{ВК}$ – рівень рентабельності власного капіталу, %; $CЗВК$ – середньозважена вартість капіталу, %.

Використовуючи запропоновану формулу, можна визначити рівень перевищення рентабельності загального капіталу або рентабельності власного капіталу над середньозваженою вартістю капіталу, яка означає середню плату (у відсотках) підприємства за всі джерела фінансування, і, отже, визначає необхідну (найменш можливу) норму валового та чистого прибутку акціонерного товариства для беззбиткової діяльності.

Якщо в тому чи іншому варіанті формування структури капіталу підприємства рівень перевищення рентабельності загального капіталу або рентабельності власного капіталу над середньозваженою вартістю капіталу ($P_{Зак} > CЗВК$; $P_{ВК} > CЗВК$) є найвищим, за умови недопущення збільшення фінансового ризику ($K_{авт} \geq 0,5$; $ПК/ВК \leq 1$), то така структура капіталу вважається найоптимальнішою.

У табл. 1 наведено прогнозні розрахунки середньозваженої вартості загального капіталу та граничної ефективності формування власного і загального капіталу на прикладі акціонерного товариства ПАТ “Харків Онлайн” в процесі оптимізації його структури за різними критеріями: варіантами співвідношення між власним та позиковим капіталом, рівнем валової рентабельності активів, рівнем чистої рентабельності власного капіталу, максимізацією прибутку на одну акцію та дивідендною віддачею однієї акції, рівнем фінансового ризику на основі попередньої оцінки формування ефекту фінансового левериджу в ПАТ “Харків Онлайн”.

Розрахунки, наведені у таблиці, свідчать, що найефективнішою структурою капіталу для акціонерного товариства ПАТ “Харків Онлайн” можна вважати співвідношення між власним капіталом та позиковим капіталом у загальній структурі капіталу як 66,67 % до 33,33 % відповідно (сьомий варіант), тобто коефіцієнт фінансового левериджу (ризика) в цьому випадку дорівнює 0,5 ($ПК/ВК = 0,5$). За такої структури капіталу та інших рівних умов реальна ринкова ціна підприємства буде максимальною.

Зазначимо також, що розрахована структура капіталу (див. таблицю) буде оптимальною та ефективною тільки в результаті здійснення запропонованих фінансово-господарських заходів, спрямованих на зростання валової рентабельності загального капіталу (сукупних активів), підвищення рентабельності власного капіталу, збільшення прибутковості однієї акції та дивідендних виплат на одну акцію в результаті дії ефекту фінансового левериджу в акціонерному товаристві ПАТ “Харків Онлайн”.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації фінансових ризиків полягає також у виборі джерел фінансування різних частин активів підприємства. Можливі три підходи до фінансування різних груп активів підприємства (агресивний, помірний, консервативний).

**Розрахунок середньозваженої вартості та граничної ефективності формування капіталу
в ПАТ “Харків Онлайн” в процесі оптимізації його структури**

№ з/п	Показники	Фактичне середнє значення за 2008–2010 рр.	Варіанти розрахунків											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9			
1	Середньорічна сума власного капіталу, тис. грн	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62	912,62
2	Прогнозована середньорічна сума позикового капіталу, тис. грн	208,93	684,465	912,62	456,31	684,465	912,62	456,31	684,465	912,62	456,31	684,465	912,62	912,62
3	Прогнозована середньорічна сума загального капіталу (активів), тис. грн	1121,55	1597,1	1825,24	1368,93	1597,1	1825,24	1368,93	1597,1	1825,24	1368,93	1597,1	1825,24	1825,24
4	Питома вага власного капіталу в загальному капіталі, %	81,37	57,14	50,00	66,67	57,14	50,00	66,67	57,14	50,00	66,67	57,14	50,00	50,00
5	Питома вага позикового капіталу в загальному капіталі, %	18,63	42,86	50,00	33,33	42,86	50,00	33,33	42,86	50,00	33,33	42,86	50,00	50,00
6	Коефіцієнт фінансового левериджу (ризик), <i>ПК/ВК</i>	0,23	0,75	1,00	0,50	0,75	1,00	0,50	0,75	1,00	0,50	0,75	1,00	1,00
7	Ставка відсотка за кредит з урахуванням ризику, %	19,00	19,75	20	19,5	19,75	20	19,5	19,75	20	19,5	19,75	20	20
8	Податковий коректор фінансового левериджу (<i>1 – СmПпр</i>)	0,75	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
9	Ставка відсотка за кредит з урахуванням податкового коректора, %	14,25	15,60	15,80	15,41	15,60	15,80	15,41	15,60	15,80	15,41	15,60	15,80	15,80
10	Прогнозована валова рентабельність сукупного капіталу (активів), %	6,25	19,47	19,47	22,78	22,78	22,78	22,78	22,78	22,78	22,78	26,09	26,09	26,09
11	Прогнозована чиста рентабельність власного капіталу, %	15,48	15,31	15,06	16,78	17,28	17,68	18,08	18,08	18,08	18,08	19,24	19,24	20,29
12	Прогнозована сума виплат дивідендів за усіма акціями, тис. грн	87,302	86,367	84,941	94,609	97,427	99,688	101,983	108,487	114,435	118,89	125,54	130,17	137,17
13	Рівень дивідендних виплат (ціна власного капіталу), %	9,57	9,46	9,31	10,37	10,68	10,92	11,17	11,89	12,54	13,17	13,89	14,62	15,36
14	Вартість власного капіталу з урахуванням структури капіталу, %	7,78	5,41	4,65	6,91	6,10	5,46	7,45	6,79	6,27	7,45	6,79	6,27	6,27
15	Вартість позикового капіталу з урахуванням структури капіталу, %	2,65	6,69	7,90	5,14	6,69	7,90	5,14	6,69	7,90	5,14	6,69	7,90	7,90
16	Середньозважена вартість капіталу (СЗВК), %	10,44	12,09	12,55	12,05	12,79	13,36	12,58	13,48	14,17	13,36	13,48	14,17	14,17
17	Перевищення рентабельності загального капіталу над СЗВК, %	-4,19	7,38	6,92	10,73	9,99	9,42	13,51	12,61	11,92	13,51	12,61	11,92	11,92
18	Перевищення рентабельності власного капіталу над СЗВК, %	5,04	3,22	2,51	4,73	4,49	4,31	5,50	5,76	6,12	5,50	5,76	6,12	6,12
19	Гранична ефективність формування загального капіталу, %	-40,13	60,98	55,09	89,11	78,15	70,49	107,31	93,55	84,13	107,31	93,55	84,13	84,13
20	Гранична ефективність формування власного капіталу, %	32,57	21,02	16,65	28,19	25,98	24,41	30,41	29,93	30,17	30,41	29,93	30,17	30,17

Висновки

Отже, оптимальною структурою капіталу можна вважати таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, яке забезпечить оптимальне поєднання ризику і дохідності для підприємства, максимізує ринкову вартість акціонерного товариства, сприяє підвищенню курсу його акцій і забезпечує високий рівень платоспроможності та фінансової стійкості.

Головною умовою формування фінансових ресурсів підприємств за рахунок позикових коштів є залучення капіталу за найменшою вартістю та мінімально допустимим ризиком з метою досягнення максимального прибутку. Серцевина цього процесу – оптимізація структури капіталу, яку проводять за багатьма критеріями з метою забезпечення фінансової рівноваги підприємства за високої рентабельності капіталу. Серед таких критеріїв формування оптимальної структури капіталу акціонерних товариств можна виділити:

- урахування вартості різних частин капіталу (власного, позикового), що впливають на норму валового та чистого прибутку підприємства;
- використання дії ефекту фінансового левериджу, тобто ефективності залучення позикового капіталу з погляду його впливу на рентабельність власного капіталу через податкову економію та перевищення валової рентабельності активів над сплатою відсотків за позиковий капітал;
- досягнення максимального рівня рентабельності власного капіталу, чистого прибутку на одну акцію та дивідендної віддачі однієї акції;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації вартості власного капіталу, вартості позикового капіталу та середньозваженої вартості загального капіталу;
- використання основних правил фінансування: “вертикального”, яке вимагає, щоб співвідношення між основним та оборотним капіталом підприємства було б приблизно 1:1, між власним та позиковим капіталом теж 1:1; “горизонтальне правило” потребує, щоб основний капітал підприємства фінансувався за рахунок його власного капіталу, а оборотний капітал – за рахунок позикового капіталу;
- підвищення “граничної ефективності” загального та власного капіталу;
- забезпечення визначеного запасу фінансової міцності підприємства;
- забезпечення визначеного рівня ліквідності, платоспроможності, кредитоспроможності, фінансової стійкості, ділової активності (оборотності капіталу) підприємства тощо;
- урахування виду економічної діяльності підприємства.

Перспективи подальших досліджень

Подальше дослідження багатофакторної регресійної моделі оцінки рентабельності капіталу акціонерних товариств дасть можливість на плановий та прогнозований періоди визначити для себе цільову структуру капіталу, яка сприятиме підвищенню ефективності фінансово-кредитного механізму його діяльності.

1. Грідчина М.В. *Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика)*. – 2-ге вид., стереотип. – К.: МАУП, 2002. – 232 с. 2. *Фінансовий менеджмент: підруч. / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогін*. – К.: КНЕУ, 2005. – 535 с. 3. Бланк И.А. *Основы финансового менеджмента: Т. 1, 2* – К.: Ника-Центр, 2004. – 527 с. 4. Росс Стивен и др. *Основы корпоративных финансов / Пер. с англ.* – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – 720 с. 5. Markowitz H. *Portfolio Selection // Journal of Finance*. 7, March 1952. 6. Sharpe W. *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journal of Finance*. 19, September 1964.