

Комазов П.В., к.е.н., доцент
кафедри інформаційних технологій
та економічної безпеки бізнесу
Запорізька державна інженерна академія

Вакуленко Т.С., старший викладач
кафедри інформаційних технологій та економічної безпеки бізнесу
Запорізька державна інженерна академія

УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Комазов П.В., Вакуленко Т.С. Управление структурой капитала предприятия. У статті охарактеризовано основні критерії визначення оптимальної структури капіталу економічних об'єктів, обґрунтовано вибір показника рентабельності власного капіталу. Обрано підхід на основі оцінки ефекту фінансового левериджу й обґрунтовано ефективність його застосування для визначення оптимальної структури капіталу підприємства. Уточнено розрахунки коефіцієнта фінансового левериджу шляхом поділу позикового капіталу на довгострокові та короткострокові фінансові зобов'язання. Проведено коректування ефекту фінансового левериджу з урахуванням інфляції для адаптації механізму управління структурою капіталу підприємства.

Ключові слова: оптимальна структура капіталу, середньозважена вартість капіталу, рентабельність капіталу.

Комазов П.В., Вакуленко Т.С. Управление структурой капитала предприятия. В статье охарактеризованы основные критерии оптимальной структуры капитала экономических объектов, обоснован выбор показателя рентабельности собственного капитала. Выбран подход на основе оценки эффекта финансового левериджа и обоснована эффективность его применения для определения оптимальной структуры капитала предприятия. Уточнены расчеты коэффициента финансового левериджа путем деления заемного капитала на долгосрочные и краткосрочные финансовые обязательства. Проведена корректировка эффекта финансового левериджа с учетом инфляции для адаптации механизма управления структурой капитала предприятия.

Ключевые слова: оптимальная структура капитала, средневзвешенная стоимость капитала, рентабельность капитала.

Komazov P., Vakulenko T. The management structure of the company's capital. This paper gives a description of the basic criteria of an optimal capital structure, economic facilities, the choice of the indicator of profitability of own capital. The approach chosen on the basis of an assessment of the effect of financial leverage and proved its effectiveness to determine the optimal capital structure of the company. Updated calculation of the coefficient of financial leverage by dividing debt capital on a long-term and short-term financial obligations. The recent adjustment of the financial leverage effect taking into account inflation for the adaptation mechanism of control on the capital structure of the company.

Keywords: optimal capital structure, weighted average cost of capital, ROIC.

Постановка проблеми. Одним з основних завдань фінансового менеджменту будь-якої компанії є підвищення її вартості, адже вартість компанії – один із показників ефективності управління бізнесом, який визначає її привабливість для інвесторів.

Аналіз зарубіжної практики показує, що ніщо так не впливає на створення ринкової цінності компанії в довгостроковій перспективі, як процес управління капіталом. Але у вітчизняній практиці корпоративного управління даному питанню не приділяється належна увага. На більшості підприємств капітал розподіляється (у рамках процесу бюджетування) згідно з потребами у фінансуванні конкретних проектів, а не згідно зі стратегією довгострокового розвитку компанії. Як результат, інвестиційна стратегія часто не узгоджується з бізнесовою стратегією і, таким чином, не може забезпечити довгострокового зростання рин-

кової цінності підприємства. Отже, політика фінансування діяльності компанії повинна узгоджуватися зі стратегічними напрямками її розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед найбільш відомих зарубіжних учених, що присвятили багато уваги даному питанню, можна виділити Модільяні, Міллера, Скотта, Майерса, Мейлафа, Росса, Леланда, Харіса, Равіва, Шульца, Даймонда та ін. Більшість із них стали засновниками центральних моделей оптимальної структури капіталу, які стали основоположними в теорії фінансів. Дану проблему вивчало також чимало відомих російських учених: Н.Б. Рудик, О.В. Єфімова, І.А. Бланк, І.В. Івашковська [1; 3; 4]. До найбільш відомих вітчизняних учених, що займалися вивченням даного питання, можна віднести О.М. Костюк, Л.М. Алексєєнко, А.М. Поддєрьогіна, В.П. Перєвалова,

Г.А. Семенова, П.В. Круш, С.В. Поліщук, Н.В. Гавву, Е.А. Божко [6; 8; 9]. У своїх роботах дані автори приділяли чимало уваги вивченню зарубіжного досвіду у визначенні оптимальної структури капіталу, виявленню специфіки українських компаній та їх діяльності на вітчизняному та зарубіжних фінансових ринках.

Актуальність означених завдань та необхідність проведення подальших досліджень із метою підвищення ефективності управління структурою капіталу підприємства зумовили вибір теми і мети дослідження.

Постановка завдання. Метою даного дослідження є побудова адаптивного механізму управління структурою капіталу підприємств для оптимізації процесу фінансування їх діяльності.

Виклад основних результатів. Вартість компанії визначається багатьма чинниками, серед яких виділяють ефективність операційної, інвестиційної і фінансової діяльності. Ефективність фінансової діяльності визначається результатами фінансового менеджменту щодо залучення різних джерел фінансування компанії, розміщення вільних грошових потоків на фондовому ринку, управління оборотним капіталом і т. п. Так, із метою здійснення нових інвестиційних проектів, розширення бізнесу компанія може залучати додаткові внутрішні або зовнішні джерела фінансування. До внутрішніх джерел зазвичай належать власні джерела підприємства (статутний капітал, виручка від реалізації, амортизаційні відрахування, чистий прибуток, резерви і т. п.), до зовнішніх – залучені засоби на національному або міжнародних ринках (позики банків, залучені засоби від випуску облігацій, акцій або інших цінних паперів і т. п.). Відомо, що існують різні моделі корпоративного управління, які віддають перевагу тим або іншим джерелам фінансування.

Залучення капіталу вимагає використання конкретних фінансових інструментів, планування грошових надходжень і витрат, ефективного ризикового менеджменту. Одним із найважливіших показників якості управління капіталом є ступінь оптимальності його структури, яка є чинником мінімізації вартості капіталу, необхідного для фінансування довгострокового капіталу (що є важливим стратегічним параметром компанії), характеризує комбінацію (співвідношення) джерел боргового і власного фінансування, необхідних для реалізації ринкової стратегії компанії. Дуже низька частка залученого капіталу фактично означає, що компанія не використовує додаткове джерело фінансування (що збільшує вартість капіталу і необхідну норму прибутковості майбутніх інвестицій). З іншого боку, значна частина залучених засобів у структурі капіталу підвищує достовірність настання стану неплатоспроможності і, відповідно, збільшує ризики для інвестора, який також підвищує необхідну норму прибутковості.

Таким чином, питання пошуку додаткових джерел фінансування українських компаній і можливостей їх виходу на світові ринки капіталу стають усе більш актуальними. Крім того, не менш важливою залишається проблема вибору співвідношення боргового й акціонерного капіталу в компанії, адже співвідношення цих двох джерел додаткового фінансування безпосередньо впливає на фінансову стійкість компаній. Саме тому багато дослідників приділяли чимало уваги пошуку моделі ефективного управління капіталом.

Визначення оптимальної структури капіталу вимагає застосування як кількісних, так і якісних оцінок структури фінансових джерел. Оцінка показників ефективності управління капіталом повинна супроводжуватися експертним аналізом різноманітних чинників політики фінансування. У цілому методи кількісної оцінки структури капіталу розподіляються на три групи: аналіз бухгалтерських показників (дає лише приблизну оцінку); оцінка показників на основі фінансового аналізу компанії (передбачає використання показників ризиків компанії); моделювання і побудова сценаріїв на основі фінансового аналізу компанії.

В умовах існування різних форм власності визначальними факторами ефективності діяльності господарюючого суб'єкта є структура капіталу підприємства, механізм його формування, функціонування та відтворення.

Обрані власниками та менеджерами підприємства джерела фінансування, їх склад і співвідношення є двигуном на шляху розвитку підприємницької діяльності й об'єктивною основою подальшого розвитку підприємства. На сьогоднішній день гостро стоїть питання про правильну організацію фінансування діяльності підприємств із метою їх подальшого розвитку та підвищення ефективності й рентабельності проведення.

Під час визначення оптимальної структури капіталу економічного об'єкта можна виділити такі основні критерії:

- політика фінансування активів, яка ґрунтується на аналізі співвідношень статей активу й пасиву балансу та визначенні частки різних джерел фінансування в їх загальній величині;
- вартість компанії, максимізація якої є показником оптимальності структури капіталу [5];
- вартість капіталу, яку підприємство прагне мінімізувати [2];
- ризики;
- рентабельність, яка збільшується шляхом залучення позикових коштів за рахунок ефекту фінансового важеля.

Перераховані вище критерії оптимізації є істотними в процесі формування структури капіталу. Однак слід зазначити, що показником, який характеризує ефективність використання капіталу й добро-

бут власників та акціонерів підприємства, є рентабельність власного капіталу.

Таким чином, у даній статті під оптимальною структурою капіталу будемо мати на увазі таке співвідношення власного та позикового капіталу, яке дасть змогу максимізувати рентабельність власних коштів.

Відмінність між власними та позиковими фінансовими ресурсами переважно полягає в такому: процентні платежі віднімаються до податків, тим самим включаються у валові витрати, а дивіденди виплачуються з прибутку, що, своєю чергою, служить джерелом додаткової вигоди для підприємства. Для характеристики використання підприємством позикових коштів, що впливають на вимір коефіцієнта рентабельності власного капіталу, доцільно використовувати фінансовий леверидж.

Ефект фінансового левериджу відображає рівень додаткового прибутку, що додатково генерується на власний капітал за різної частки використання позикових коштів, розраховується в такий спосіб [2]:

$$EFL = (1 - C_{tax}) \cdot (KVR_a - PK) \cdot \frac{ZK}{СК}, \quad (1)$$

де EFL – ефект фінансового левериджу, %;

C_{tax} – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

KVR_a – коефіцієнт валової рентабельності активів, %;

PK – середній розмір відсотків за кредит, що сплачується підприємством за використання позикового капіталу, %;

ZK – середня сума використовуваного підприємством позикового капіталу;

$СК$ – середня сума власного капіталу підприємства.

У формулі (1) можна виділити три основні елементи [2]:

$(1 - C_{tax})$ – податковий коректор, що показує як у зв'язку з рівнем оподаткування прибутку проявляється ефект фінансового левериджу;

$(KVR_a - PK)$ – диференціал фінансового левериджу, що показує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит;

$\frac{ZK}{СК}$ – коефіцієнт фінансового левериджу, що характеризує суму використовуваного позикового капіталу на одиницю власного капіталу.

Ефективність застосування підходу, заснованого на оцінці ефекту фінансового левериджу, також визначається тим, що його базове формулювання містить посилення на структуру джерел фінансування підприємства.

Оскільки основною умовою розвитку та техніко-економічної перебудови підприємств є інвестиції, то проект можна віднести до інвестиційних. Структура капіталу інвестиційного проекту включає такі компоненти:

- власний капітал у вигляді звичайних акцій і у вигляді накопиченого прибутку за рахунок діяльності самого підприємства;

- кошти, залучені шляхом продажу привілейованих акцій;

- позиковий капітал у вигляді довгострокового банківського кредиту або у вигляді випуску облігацій.

Комбінуванням вартості коштів, отриманих із різних джерел фінансування, одержують загальну вартість капіталу. Дана загальна вартість є зваженою середньою вартістю капіталу. Вона являє собою середню величину із вартостей окремих компонентів, зважених по їхній частці в загальній структурі капіталу:

Зважена середня вартість капіталу розраховується за формулою:

$$WACC = W_d \cdot C_d \cdot (1 - t) + W_p \cdot C_p + W_e \cdot C_e, \quad (2)$$

де W_d – частка позикових коштів;

W_p – частка привілейованих акцій;

W_e – частка власного капіталу;

C_d – вартість позикового капіталу;

C_p – вартість привілейованих акцій;

C_e – вартість власного капіталу;

T – ставка податку на прибуток [3].

Із формули (2) видно, що для розрахунків зваженої середньої вартості капіталу необхідно оцінити вартість кожного компонента в структурі капіталу.

Перетворимо вираз (1) у такий спосіб:

$$EFL = [(1 - C_{tax}) \cdot KVR_a - (1 - C_{tax}) \cdot PK] \cdot \frac{ZK}{СК}. \quad (3)$$

Добуток $(1 - C_{tax}) \cdot PK$ податкового коректора й середнього розміру відсотків за кредит, що сплачується підприємством за використання позикового капіталу, виражає вартість позикового капіталу. Враховуючи структуру капіталу підприємства, отримана величина являє собою комбіновану вартість коштів і може бути розрахована як зважена середня вартість капіталу.

Таким чином, одержимо вираз:

$$EFL = [(1 - C_{tax}) \cdot KVR_a - WACC] \cdot \frac{ZK}{СК}. \quad (4)$$

Нині для багатьох підприємств у загальному обсязі капіталу частка використовуваних позикових коштів значно перевищує частку власного капіталу. Використання позикового капіталу забезпечує більш ефективне використання власного капіталу, розширює обсяг господарської діяльності підприємства, прискорює формування цільових фінансових фондів і в підсумку підвищує ринкову вартість підприємства [4].

Використовуваний підприємством позиковий капітал відображає загальну суму його фінансових зобов'язань. Своєю чергою, фінансові зобов'язання підприємства розділяються на довгострокові й короткострокові. Однак такий розподіл позикового капіталу не відображено в базовій формулі для розрахунків ефекту фінансового левериджу, що є істотним недоліком.

Отже, з урахуванням вищесказаного, перетворимо вираз (4):

$$EFL = [(1 - C_{tax}) \cdot KVR_a - WACC] \cdot \frac{LTL + STL}{СК}, \quad (5)$$

де LTL – сума довгострокового позикового капіталу;

STL – сума короткострокового позикового капіталу.

Слід зазначити, що використання підходу, заснованого на оцінці ефекту фінансового левериджу, в умовах реального функціонування неможливе без обліку коригувального фактору інфляції, який із часом знецінює вартість коштів. У процесі оцінки інфляції зазвичай використовуються два основні показники: темп інфляції та індекс інфляції. Оскільки складний процес прогнозування темпів інфляції зазвичай протікає в умовах високого ступеня невизначеності, враховуючи, що в окремі періоди на темпи інфляції значно впливають суб'єктивні фактори, що слабо піддаються прогнозуванню, у рамках даного дослідження передбачається, що темп інфляції зберігається по роках.

Тоді коректування ефекту фінансового левериджу з урахуванням інфляції проводиться за формулою:

$$EFL = \left[(1 - C_{tax}) \cdot KVR_a - \frac{WACC}{(1+T)^n} \right] \cdot \frac{LTL + STL}{CK} \cdot \frac{1}{(1+T)^n}, \quad (6)$$

де T – темп інфляції, що виражається десятковим дробом;

n – кількість періодів часу.

Основними факторами, які визначають величину фінансового левериджу, є дохід від реалізації, розмір виплачуваних відсотків за використання позикового капіталу та рівень оподаткування.

Отже, здатність величини фінансового левериджу пристосовуватися до зміни зовнішніх умов функціонування підприємства передусім визначається величиною доходу від реалізації виробленої продукції, тому що цей показник є найбільш нестабільним із перерахованих вище факторів. При цьому зона маневрування фінансового левериджу обмежується ресурсами, на основі яких проводиться коректування його величини [7]. Таким чином, підприємству необхідно шукати резерви підвищення величини доходу від реалізації виробленої продукції.

Зі збільшенням заборгованості підприємства зростають частка орендного фінансування, постійні виплати й частка привілейованих акцій, що спричиняє збільшення ймовірності банкрутства. Для визначення ймовірності банкрутства можна використовувати відомі методики [6].

Оптимізація фінансового левериджу – це компроміс між зменшенням фінансового ризику підприємства та збільшенням рентабельності

власного капіталу. Як було зазначено, на область маневрування фінансового левериджу впливають величина змінних витрат на одиницю продукції та величина постійних витрат на проведення продукції. Зазначимо, що стосовно постійних витрат відносна зміна доходу, що супроводжує зміну обсягу виробництва, перевищує відносну зміну обсягу виробництва, що пов'язане з феноменом операційного левериджу.

Операційний леверидж характеризує взаємозв'язок структури собівартості, обсягу випуску, обсягу продажів і прибутку й показує зміну прибутку залежно від зміни обсягів продажів. Залежно від обсягу продажів змінюється дохід підприємства, зі зростанням якого зменшуються частка постійних витрат і, своєю чергою, величина операційного левериджу.

Як і під час оцінки величини ефекту фінансового левериджу, найбільш вагомим фактором, що визначає величину операційного левериджу, є обсяг реалізації продукції, процес регулювання якого стосується всіх інших факторів зміни доходу підприємства. Отже, ефективність адаптації фінансового левериджу також визначається адаптивними якостями операційного левериджу.

Висновки. Таким чином, розглянуто сучасні умови функціонування та проблеми фінансування підприємств, охарактеризовано основні критерії визначення оптимальної структури капіталу господарюючих суб'єктів і обґрунтовано вибір основного критерію – показника рентабельності власного капіталу. Для характеристики використання підприємством позикових коштів обрано підхід на основі оцінки ефекту фінансового левериджу й обґрунтовано ефективність його застосування для визначення оптимальної структури капіталу підприємства. Уточнено розрахунки коефіцієнта фінансового левериджу шляхом поділу позикового капіталу на довгострокові та короткострокові фінансові зобов'язання. Проведено коректування ефекту фінансового левериджу з урахуванням інфляції для адаптації механізму управління структурою капіталу підприємства.

Як перспективний напрям подальшого дослідження механізму управління структурою капіталу підприємств можна виділити визначення взаємозв'язку фінансового й операційного левериджу за оптимізації їх величин.

Список літератури:

1. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2006. – 520 с.
2. Верланов Ю.Ю. Финансовый менеджмент : [навчально-методичний посібник] / Ю.Ю. Верланов. – Миколаїв : МДУ ім. Петра Могили, 2006. – 344 с.
3. Ивашковская И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – № 11. – С. 12–15.
4. Ивашковская И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2005. – № 2. – С. 8–10.
5. Комазов П.В. Підвищення конкурентоздатності підприємства на основі збільшення його вартості / П.В. Комазов // Моделі управління в ринковій економіці: сб. науч. тр. – Донецк : ДонНУ, 2003. – Спец. вып. – Кн. 1. – С. 236–242.

6. Круш П.В. Внутрішній економічний механізм підприємства : [навч. посіб.] / П.В. Круш. – К. : Ника-Центр, 2006. – 387 с.
7. Лаврик О.Є. Оптимізація структури капіталу як фактор довгострокового зростання ринкової цінності бізнесу / О.Є. Лаврик // *Фінанси підприємств*. – 2007. – № 3–5. – С. 106–113.
8. Поддєрьогін А.М. Фінанси підприємств : [навч. посіб.] / А.М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2004. – 546 с.
9. Семенов Г.А. Фінансове планування і управління на підприємствах : [навч. посіб.] / Г.А. Семенов, В.З. Бугай. – К. : Центр учбової літератури, 2007. – 432 с.

УДК 338.48

Левицька І.В., д.е.н., професор
*Вінницький торговельно-економічний інститут
 Київського національного торговельно-економічного університету*

Постова В.В., асистент
*Вінницький торговельно-економічний інститут
 Київського національного торговельно-економічного університету*

ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ТА ЗНАЧЕННЯ ПІДВИЩЕННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ МАШИНОБУДУВАННЯ

Левицька І.В., Постова В.В. Основні поняття та значення підвищення економічної ефективності інноваційної діяльності підприємств машинобудування. У статті проведено аналіз основних понять та значень підвищення економічної ефективності інноваційної діяльності підприємств машинобудування. Наведено класифікацію інновацій машинобудівних підприємств та розроблено модель інноваційної діяльності даних підприємств. Аналіз інноваційної діяльності сучасних промислових підприємств показує, що впровадження та реалізація інноваційних проектів можливі з різним ступенем економічної ефективності, яка багато в чому залежить від якості прийнятих управлінських рішень.

Ключові слова: інноваційна діяльність, інноваційні проекти, підприємства машинобудування, класифікація інновацій, модель інноваційної діяльності, інноваційний процес.

Левицкая И.В., Постовая В.В. Основные понятия и значение повышения экономической эффективности инновационной деятельности предприятий машиностроения. В статье проведен анализ основных понятий и значений повышения экономической эффективности инновационной деятельности предприятий машиностроения. Приведена классификация инноваций машиностроительных предприятий и разработана модель инновационной деятельности данных предприятий. Анализ инновационной деятельности современных промышленных предприятий показывает, что внедрение и реализация инновационных проектов возможны с разной степенью экономической эффективности, которая во многом зависит от качества принимаемых управленческих решений.

Ключевые слова: инновационная деятельность, инновационные проекты, предприятия машиностроения, классификация инноваций, модель инновационной деятельности, инновационный процесс.

Levytska I.V., Postova V.V. Basic concepts and importance of increasing the economic efficiency of enterprises innovative engineering. The article analyzes the basic concepts and values ekonominoiy increase the effectiveness of innovation engineering enterprises Classification innovation and engineering companies the model of innovative activity of the enterprises. Analysis of innovation of modern industry shows that the introduction and implementation of innovative projects possible with varying degrees of economic efficiency, which largely depends on the quality of management decisions.

Keywords: innovation, innovative design, machine building, classification of innovation, model innovation, innovation process.

Постановка проблеми. В основі вирішення проблеми сталого економічного розвитку країни лежить підвищення ефективності виробництва і забезпечення конкурентоспроможності продукції як на внутрішньому, так і зовнішньому ринках. Якісні зрушення

в досягненні ефективності виробництва в сучасній економіці неможливі без інноваційної стратегії та тактики розвитку підприємства. Однак відсутність адекватних методів оцінки економічної ефективності й організаційного інструментарію на промислових