

УДК 336.648

МЕТОДИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Ткачик Л.П., Пфайфер В.В.

Львівський національний університет імені Івана Франка

У статті досліджено економічну сутність та обґрунтовано необхідність застосування методів оптимізації структури капіталу вітчизняними підприємствами. Розглянуто особливості основних методів оптимізації структури капіталу. Визначено фактори впливу та надано пропозиції щодо формування оптимальної структури капіталу українських підприємств на різних етапах їхнього розвитку.

Ключові слова: капітал, позиковий капітал, власний капітал, структура капіталу, оптимізація структури капіталу, методи оптимізації, фінансовий леверидж.

Постановка проблеми. В умовах ринкової економіки процес формування капіталу й оптимізації його структури, встановлення раціонального співвідношення різних джерел фінансування і в зв'язку з цим сама якість управління ресурсами набувають особливого значення. Основне завдання при управлінні капіталом полягає у формуванні та підтримці його оптимальної структури, яка зможе найповніше забезпечити стратегічні цілі підприємства. На сьогодні немає єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосовуючи який підприємство визначило б оптимальне співвідношення між власним і позиковим капіталом.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанню оптимізації структури капіталу присвячено багато наукових праць вітчизняних і закордонних науковців та практиків. Серед них слід відзначити роботи таких вчених як І.О. Бланк, А.М. Поддерогін, В.В. Ковальов, В.М. Стоянова, О.Є. Чорна, С.В. Сагова, В.О. Подольська, О.В. Яріш, І.Й. Яремко, В.В. Каліцька, С.М. Клименко, Г.О. Швиданенко та ін. У них розкрито сутність власного та позикового капіталу, проведено його класифікацію, окреслено підходи до оцінювання вартості капіталу та формування структури капіталу підприємства, розроблено систему показників оцінювання ефективності та інтенсивності використання капіталу. Усі вони акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позиковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Проте ряд питань, пов'язаних з аналізом методів та етапів оптимізації структури капіталу підприємств, залишається мало дослідженими й потребує подальшого доопрацювання.

Мета статті. Мета статті полягає в обґрунтуванні значення оптимізації структури позикового капіталу в системі управління капіталом, розкритті особливостей основних методів оптимізації структури капіталу та їх удосконалення.

Виклад основного матеріалу. Оптимізація структури капіталу є одним із найбільш важливих і складних завдань, які вирішуються у процесі фінансового управління підприємством.

На думку І.О. Бланка, оптимальна структура капіталу становить таке співвідношення використання власних і позикових коштів, за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та

коефіцієнтом стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість [1].

Аналіз літературних джерел дає змогу визначити термін «оптимізація структури капіталу» як співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого підприємство отримає максимальний прибуток і максимальну рентабельність [2].

Таким чином, оптимізація структури капіталу – це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю, втіленою у кошти підприємства, які йому належать і приносять прибуток, та вартістю, інвестованою в грошові кошти, що залучаються на основі їх повернення, за умови якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства.

Як показує практика, не існує єдиного правила формування ефективного співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, але й для однієї компанії на різних стадіях її життєвого циклу і при різній кон'юктурі товарного та фінансового ринків.

Разом з тим існує ряд важливих та взаємозалежних факторів, врахування яких дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу для забезпечення його найбільш ефективного використання на кожному конкретному підприємстві. До них належать [1; 3; 4]:

- галузеві особливості господарської діяльності підприємства;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- ефективність управління виробничим процесом на підприємстві;
- кон'юнктура товарного та фінансового ринків;
- рівень рентабельності активів та операційної діяльності;
- ставлення інвесторів та кредиторів до підприємства;
- рівень оподаткування прибутку;
- фінансовий менталітет власників та менеджерів підприємства;
- ступінь концентрації власного капіталу, прагнення капіталовласників зберегти контрольний пакет акцій.

Аналіз економічної літератури свідчить, що більшість авторів виділяють три методи оптимізації структури капіталу:

- оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу) при різній структурі капіталу. Остання виража-

ється через такий показник, як ефект фінансового важеля;

– оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного і позиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості підприємства;

– оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Він пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (з розбиттям їх на постійну і змінну частини) [2].

Отже, в основі кожного з цих методів лежить лише один критерій. У той час як методи визначення кількісних співвідношень тих чи інших джерел у структурі капіталу визначаються, як і критерії її оптимізації, суто індивідуально, з урахуванням ще цілої низки факторів. Серед них – стратегічні цільові фінансові установки підприємства, структура його активів, ступінь і динаміка рентабельності, допустимий ступінь ризику для керівників підприємства.

Процес оптимізації структури капіталу підприємства повинен проводитися з урахуванням певних факторів: форми власності підприємства; індивідуальних особливостей кожного суб'єкта господарювання; організаційно-правового статусу; галузевої приналежності; розміру, виробничої та фінансової структури; стану фінансового ринку, на якому функціонує підприємство; рівня економічного розвитку держави. Кожен з цих факторів впливає на застосування оптимізаційних методів та підходів, специфіку формування структури капіталу підприємства, особливості здійснення ним фінансово-господарської діяльності, величину формування структури капіталу та окремих її складових елементів, фінансове середовище, в якому функціонує підприємство, а також на оптимізаційну політику структури капіталу суб'єкта господарювання, оскільки вона є різною для розвинених країн, країн, що розвиваються та для країн з низьким рівнем розвитку економіки.

Недоліками наведених вище методів є те, що вони враховують обмежену кількість факторів і протилежні за своєю спрямованістю. Так, позитивна дія ефекту фінансового левериджу має наслідком зростання прибутку, який додатково утворюється на власний капітал, проте одночасно призводить до погіршення фінансового стану, а саме порушення умов платоспроможності. До підвищення фінансових ризиків призводить також і мінімізація середньозваженої вартості капіталу, що, як і попередній метод, передбачає зростання питомої ваги позикових коштів, вартість яких завжди нижча вартості власного капіталу. На противагу цим двом методам мінімізація рівня фінансових ризиків має на меті підвищення фінансової стійкості підприємства і незалежності від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для подальшого розвитку.

Отже, відсутність комплексного підходу до визначення оптимального співвідношення між власним і залученим капіталом стає на перешкоді до прийняття ефективних управлінських рішень.

Серед науковців існують різні погляди на вирішення цієї проблеми. Деякі з них вважають за необхідне максимізацію рівня фінансової рентабельності поряд з рівнем фінансової стійкості [1], однак, враховуючи протилежність наслідків використання цих методів, забезпечення найбільш ефективної пропорційності між ними є майже недосяжним у практичній площині. Інша група економістів пропонує послідовне використання усіх трьох методів і формування показника цільової структури капіталу з урахуванням їх граничних значень [2], що також є трудомістким процесом і не дає однозначної відповіді. Існують також думки з приводу доповнення зазначених методів показниками кредитоспроможності і платоспроможності, левериджу в майновій структурі капіталу [4].

На думку авторів у процесі оптимізації структури капіталу доцільним є використання виробничо-фінансового левериджу, який синтезує такі показники, як розмір виручки, виробничі і фінансові видатки, а також чистий прибуток.

Підприємства із зростаючим обсягом реалізації продукції, які мають внаслідок галузевих особливостей її виробництва низький коефіцієнт операційного левериджу, можуть в набагато більшій мірі (за інших рівних умов) збільшувати коефіцієнт фінансового левериджу, тобто використати велику частку позикових коштів в загальній сумі капіталу

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності передбачає використання механізму фінансового левериджу. За визначенням Джеймса К. Ван Хорна, «фінансовий леверидж – це використання залучених коштів із фіксованим процентом для зростання прибутку власників звичайних акцій».

Фінансовий леверидж – це використання підприємством позикового капіталу, яке впливає на зміну доходності власного капіталу і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал.

Сутність фінансового важеля полягає в тому, щоб посилити вплив зміни прибутку на динаміку фінансової рентабельності, тобто у підвищенні еластичності фінансової рентабельності відносно прибутку [5].

$$EФВ = (1 - Cnn)(EP - CB) \frac{PK}{BK},$$

де Cnn – ставка податку на прибуток, в коефіцієнтах;

EP – економічна рентабельність або рентабельність усієї суми інвестованого капіталу;

CB – ставка відсотка за кредит, що сплачується підприємством за використання позикового капіталу;

PK – сума позикового капіталу;

BK – сума власного капіталу.

У наведеній формулі виділяють три частини, це дає змогу цілеспрямовано збільшувати ефект фінансового важеля під час формування структури капіталу:

– податковий коректор фінансового важеля $(1 - Cnn)$, який відображає ступінь залежності ефекту фінансового левериджу від рівня податку на прибуток.

– диференціал фінансового важеля $(EP - CB)$, який характеризує різницю між доходністю ак-

тивів та процентною ставкою за кредит і є головною умовою формування позитивного ефекту фінансового важеля.

– коефіцієнт фінансового левериджу (ризик), який характеризує суму позиченого капіталу, що використовує підприємство на одиницю власного капіталу [5].

Ефект фінансового важеля виникає, коли економічна рентабельність капіталу вища від позичкового відсотка. Практична інтерпретація дії ефекту фінансового важеля дає змогу визначити низку основних правил використання кредитів для забезпечення росту рентабельності активів:

– якщо новий кредит сприяє зростанню ефекту фінансового важеля, то такий кредит вигідний, хоча він і веде до зростання коефіцієнта фінансового ризику;

– ризик кредитора відображається величиною диференціала: чим більший диференціал – тим менший ризик, чим менший диференціал – тим більший ризик;

– якщо зростає відсоткова ставка за кредит, то для того, щоб не змінився ефект фінансового важеля, треба змінити коефіцієнт фінансового левериджу, тобто скористатися додатковим кредитом.

Дія фінансового важеля полягає в тому, що підприємство, що використовує позикові кошти, виплачує відсотки за кредит і тим самим збільшує постійні витрати і, отже, зменшує прибуток і рентабельність. Нарощування фінансових витрат за позиковими коштами супроводжується збільшенням сили важеля і зростанням підприємницького ризику. Фінансовий важіль дозволяє визначити безпечний обсяг позикових коштів, розраховувати допустимі умови кредитування і, отже, має велике значення в забезпеченні фінансової стійкості господарюючого суб'єкта.

Широта практичного застосування механізму фінансового левериджу також обумовлюється тим, що цей показник можна розрахувати не тільки в цілому, за всім обсягом позикового капіталу, але і в розрізі кожного з його джерел (короткостроковим і довгостроковим кредитам і т.п.).

Економісти вважають, що ефект фінансового важеля повинен дорівнювати в середньому половині рівня економічної рентабельності активів, лише за таких умов підприємство буде спроможне компенсувати податкові вилучення й забезпечити власним коштом гідну віддачу [6].

Розглянемо динаміку складових ефекту фінансового важеля ПАТ «Центренерго» (див. табл. 1).

За 2010-2014 роки ефект фінансового важеля ПАТ «Центренерго» набував як додатного, так і від'ємного значень. Так, у 2012 році даний показник становив 0,76%, це означає, що рентабель-

ність власного капіталу збільшиться на 0,76 відсотків за рахунок залучення позикових коштів. Дане значення показника є нормальним для вітчизняних підприємств, хоча далеко не дотягує до нормативного європейського у 30-50%.

У 2010-2011 та 2013-2014 рр. ефект фінансового важеля набув від'ємного значення, яке свідчить про те, що подальше залучення позикового капіталу призведе до ще більшого скорочення рентабельності власного капіталу. Від'ємне значення показника було зумовлене тим, що диференціал фінансового важеля набував від'ємного значення, внаслідок перевищення ставки відсотка за кредит коефіцієнта валової рентабельності активів.

Отже, виходячи з від'ємної динаміки фінансового важеля ПАТ «Центренерго», проблема подолання збитковості може бути вирішена за рахунок зміни структури капіталу або значного підвищення рентабельності капіталу, що є більш складнішим в умовах жорсткої конкуренції на світовому та вітчизняному ринках промисловості.

Висновки і пропозиції. Отже, діяльність вітчизняних підприємств в умовах ринкової економіки неможлива без використання різних форм і джерел фінансування. Для досягнення оптимальної структури капіталу підприємствам необхідно правильно управління капіталом, що в свою чергу вирішує такі питання: формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечить необхідні темпи економічного розвитку підприємств, оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності та напрямками використання, забезпечення умов досягнення максимальної доходності капіталу при запланованому рівні фінансового ризику.

Таким чином, процес оптимізації структури капіталу при здійсненні фінансово-господарської діяльності суб'єктами господарювання є однією зі складних проблем у фінансовому менеджменті. На жаль, практика використання методів оптимізації структури капіталу на вітчизняних підприємствах ще не набула широкого застосування. Визначення оптимальної структури капіталу підприємства потребує вибору компромісу між ризиком та дохідністю, між переважною часткою власного або ж позикового капіталу в загальній сумі капіталу, враховуючи переваги та недоліки їх залучення та використання.

Оптимізацію структури капіталу вітчизняних підприємств варто здійснювати, виконуючи послідовно певні етапи, за допомогою яких підприємство має можливість визначити на плановий прогностичний період найбільш прийнятну структуру капіталу. Підприємства, використовуючи розглянуті методи оптимізації структури фінан-

Таблиця 1

Складові ефекту фінансового важеля ПАТ «Центренерго»

Показники	2010	2011	2012	2013	2014
Сума власного капіталу, тис. грн.	1 825 917	1 863 457	2 086 425	2 503 380	2 427 697
Сума позикового капіталу, тис. грн.	2 457 898	2 454 322	2 420 359	2 523 221	2 853 348
Ставка податку на прибуток, %	25	23	21	19	18
Коефіцієнт валової рентабельності активів, %	3	13	20	16	6
Ставка відсотка за кредит, %	17	15,45	18,5	19	19
Ефект фінансового важеля, %	-7,75	-1,65	0,76	-2,80	-9,38

Джерело: розраховано автором на основі даних фінансової звітності ПАТ «Центренерго»

сового капіталу зможуть сформувати оптимальну структуру капіталу, тобто раціональне співвідношення власних та позикових ресурсів, яке дозволяє отримати максимальну прибутковість, рентабельність, фінансову стійкість та високі показники ліквідності і платоспроможності.

Список літератури:

1. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
2. Семенов А. Г. Методи оптимізації структури капіталу / А. Г. Семенов, С. А. Король // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво, 2011. – № 2. – С. 181-188.
3. Викиданець І. В. Методи оптимізації структури капіталу підприємства / І. В. Викиданець [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vdnuet/econ/2009_3/27.pdf
4. Юхименко П. Теорії оптимізації структури капіталу підприємства та їх адаптація до українських економічних реалій / П. Юхименко, О. Загурський, В. Могилко // Банківська справа. – 2010. – № 2/3. – С. 78-86.
5. Яремко І. Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: монографія / І. Й. Яремко. – Л.: Каменярь, 2006. – 176 с.
6. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства: навч. посібн. / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. – К.: Вид-во КНЕУ, 2007. – 440 с.

Ткачик Л.П., Пфайфер В.В.

Львовский национальный университет имени Ивана Франко

МЕТОДЫ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Аннотация

В статье исследована экономическая сущность и обоснована необходимость применения методов оптимизации структуры капитала отечественными предприятиями. Рассмотрены особенности основных методов оптимизации структуры капитала. Определены факторы влияния и даны предложения по формированию оптимальной структуры капитала украинских предприятий на различных этапах их развития.

Ключевые слова: капитал, заемный капитал, собственный капитал, структура капитала, оптимизация структуры капитала, методы оптимизации, финансовый леверидж.

Tkachyk L.P., Pfaifer V.V.

Ivan Franko National University of Lviv

METHODS OF OPTIMIZATION OF BORROWED CAPITAL STRUCTURE

Summary

In this article are investigated the economic substance and the necessity of applying the methods of optimization of capital structure of domestic enterprises. There is review of the features of the basic methods of optimization of capital structure. The article are identified the factors of influence and the proposals for the formation of the optimal capital structure of the Ukrainian enterprises at various stages of their development.

Keywords: capital, loan capital, equity, capital structure, capital structure, optimization methods, optimize the capital structure, financial leverage.