

Структура капіталу підприємства та напрями її оптимізації

У статті досліджено проблеми управління структурою капіталу підприємства. Розглянуто методи оптимізації структури капіталу. Обґрунтовано напрями формування оптимальної структури капіталу підприємства.

In the article the problem of enterprise's capital structure management is investigated, the methods of capital structure optimization are considered and the trends of optimal enterprise's capital structure formation are grounded.

Постановка проблеми. Стабілізація національної економіки і забезпечення її стійкого зростання потребують удосконалення управління фінансами господарюючих суб'єктів. Досягнення стратегічних цілей підприємства залежить від ефективності управління капіталом підприємства та його структурою, тобто визначення загальної потреби в них, формування оптимальної структури, умов їх залучення. Сучасне економічне становище потребує від власників та фінансових менеджерів підприємств ефективного управління, уважного контролю та своєчасного коригування структури капіталу підприємства, бо оптимальна структура капіталу дозволяє отримувати максимальний прибуток, рентабельність, підвищити фінансову стійкість, ліквідність та платоспроможність. Тому одним із основних завдань створення сприятливих умов для безперервності відтворювального процесу та розвитку суб'єктів господарювання є пошук варіантів оптимального формування структури їх капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми формування і використання капіталу підприємства, управління його вартістю і структурою досліджуються у працях зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів: Є. Бріггема, Н. Роберта Холта, Е. Нікбахта, А. Гроппелі, І. Балабанова, І. Бланка, В. Ковальова, Г. Кірейцева, А. Поддєрьогіна, Є. Стоянової, О. Терещенка та інших. Однак незважаючи на значну кількість публікацій, що висвітлюють

окремі аспекти проблем управління структурою капіталу підприємства, дослідження цього процесу та його особливостей вимагають подальшої розробки.

Постановка завдання. На основі аналізу капіталу підприємства обґрунтувати напрями формування його оптимальної структури.

Виклад основного матеріалу. Економічна самостійність підприємства в сучасних умовах господарювання виражається в розмірі та структурі їх капіталу. Під структурою капіталу розуміють співвідношення всіх форм власних і залучених фінансових ресурсів, які використовуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності для фінансування активів [2, с. 280]. В процесі фінансового управління капіталом оптимізація його структури є одним із найважливіших завдань.

Узагальнення та критичний аналіз напрацювань сучасних дослідників переконує в тому, що на сьогодні не існує єдиного розуміння оптимальної структури капіталу підприємства, оскільки різні автори трактують оптимальність структуризації капіталу диференційовано за певними критеріальними показниками.

Є. Брігхем, Є. Стоянова, Е. Нікбахт, А. Гроппелі дають визначення оптимальної структури капіталу як певного співвідношення власного та позикового капіталу, яке призводить до максимізації вартості акцій підприємства [3; 6; 10]. Тобто критерієм визначення оптимальності структури капіталу визначають максимальну ціну акцій підприємств.

На думку В. Ковальова, О. Терещенка метою оптимізації структури капіталу підприємства є формування оптимального співвідношення різних джерел фінансування діяльності підприємства, при якому максимізується вартість самого підприємства [5; 7]. Критерієм оптимізації співвідношення власного та позикового капіталів виділяють вартість підприємства в цілому.

У розвитку критерію визначення оптимальності структури капіталу підприємства деякі вчені акцентують увагу на виділенні ще одного критеріального аспекту, який полягає в співвідношенні рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства. І. Бланк зазначає, що

оптимальна структура капіталу – таке співвідношення використання власних та залучених коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість [2, с. 280-281].

Ми приєднуємося до наукової точки зору, що саме максимальність одночасного зростання рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства є найбільш змістовним критерієм розкриття оптимальності співвідношення структурних елементів капіталу.

Існує ряд методів оптимізації структури капіталу підприємства:

1) метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу). Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу) при різній структурі капіталу;

2) метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного та позикового капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості підприємства;

3) метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Він пов'язаний із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (із розбивкою їх на постійну та змінну частини).

На нашу думку, основним методичним підходом до вирішення завдання оптимізації структури капіталу є управління величиною ефекту фінансового левериджу. Фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Він розраховується за наступною формулою:

$$\text{ЕФЛ} = (\text{Р}_{\text{ск}} - \text{Ц}_{\text{пк}}) \times (1 - \text{Коп}) \times \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}},$$

де, ЕФЛ – ефект фінансового левєриджу;

$\text{Р}_{\text{ск}}$ – рентабельність сукупного капіталу, %;

$\text{Ц}_{\text{пк}}$ – середньозважена ціна позикового капіталу, %;

Коп – коефіцієнт оподаткування;

ПК – середній розмір позикового капіталу, тис. грн.;

ВК – середній розмір власного капіталу, тис. грн.

На аналізованому підприємстві ефект фінансового левєриджу склав в 2006 р.: -3,9604; в 2007 р.: -7,5176; в 2008 р.: -47,2968.

Розрахунки свідчать, що залучення позикового капіталу дозволяє підприємству «триматися на плаву» та не дає змогу подолати фінансову кризу. Це проявляється в тому, що використовуючи кредити банків, як основне джерело фінансування своєї діяльності, воно не зможе забезпечити ефективність господарювання, перебороти стійку тенденцію до росту збитковості власного капіталу.

Позитивний ефект фінансового левєриджу виникає тоді, коли $(\text{Р}_{\text{ск}} - \text{Ц}_{\text{пк}}) \times (1 - \text{Коп}) > 0$. За таких умов підприємству вигідно збільшувати плече фінансового важеля. На підприємстві упродовж трьох років $(\text{Р}_{\text{ск}} - \text{Ц}_{\text{пк}}) \times (1 - \text{Коп}) < 0$, відповідно ефект фінансового левєриджу має від'ємне значення, в результаті чого відбувається «проїдання» власного капіталу, наслідки якого можуть бути руйнівними.

Тому доцільним є виявлення причин цих змін під впливом ряду факторів, а саме: рентабельності сукупного капіталу; середньозваженої ціни позикового капіталу; коефіцієнта оподаткування; плеча фінансового важеля.

Для цього проведемо факторний аналіз, скориставшись методом ланцюгових підстановок (табл. 1).

Вихідні дані для проведення факторного аналізу зміни ефекту фінансового левериджу

Показник	Скорочена назва показника	2006 р.	2007 р.	2008 р.
Ефект фінансового левериджу, %	Ефл	- 3,9604	- 7,5176	- 47,2968
Рентабельність сукупного капіталу, %	Рск	1,6216	3,3585	- 14,5647
Середньозважена ціна позикового капіталу, %	Цпк	8,9264	12,3838	12,7729
Коефіцієнт оподаткування	Коп.	0,25	0,25	-
Плече фінансового левериджу	Пфл	0,7229	1,1106	1,7301

Розрахунок зміни ефекту фінансового левериджу у 2008 році відносно 2006 року.

$$\text{Ефл}_{2006} = (1,6216 - 8,9264) \times (1 - 0,25) \times 0,7229 = - 3,9604$$

$$\text{Ефл}_1 = (-14,5647 - 8,9264) \times (1 - 0,25) \times 0,7229 = - 12,7363$$

$$\text{Ефл}_2 = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0,25) \times 0,7229 = - 14,8218$$

$$\text{Ефл}_3 = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0) \times 0,7229 = - 19,7624$$

$$\text{Ефл}_{2008} = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0) \times 1,7301 = - 47,2968$$

Зміна ефекту фінансового левериджу у 2008 році відносно 2006 року відбулася за рахунок:

$$\Delta \text{Рск} = - 12,7363 - (- 3,9604) = - 8,7759;$$

$$\Delta \text{Цпк} = - 14,8218 - (- 12,7363) = - 2,0855;$$

$$\Delta \text{Коп} = - 19,7624 - (- 14,8218) = - 4,9406;$$

$$\Delta \text{Пфл} = - 47,2968 - (- 19,7624) = - 27,5344;$$

$$\Delta \text{заг} = - 47,2968 - (- 3,9604) = - 43,3364.$$

Зміна ефекту фінансового левериджу у 2008 році відносно 2007 року розраховується аналогічно:

$$\text{Ефл}_{2007} = (3,3585 - 12,3838) \times (1 - 0,25) \times 1,1106 = - 7,5176$$

$$\text{Ефл}_1 = (-14,5647 - 12,3838) \times (1 - 0,25) \times 1,1106 = - 22,4468$$

$$\text{Ефл}_2 = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0,25) \times 1,1106 = - 22,7709$$

$$E_{\text{фл}_3} = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0) \times 1,1106 = -30,3611$$

$$E_{\text{фл}_{2008}} = (-14,5647 - 12,7729) \times (1 - 0) \times 1,7301 = -47,2968$$

Таким чином, зміна ефекту фінансового левериджу у 2008 році відносно 2007 року відбулася за рахунок:

$$\Delta R_{\text{ск}} = -22,4468 - (-0,4524) = -14,9292;$$

$$\Delta \text{Цпк} = -22,7709 - (-22,4468) = -0,3241;$$

$$\Delta K_{\text{оп}} = -30,3611 - (-22,7709) = -7,5902;$$

$$\Delta \text{Пфл} = -47,2968 - (-30,3611) = -16,9357;$$

$$\Delta \text{заг} = -47,2968 - (-7,5176) = -39,7792$$

Розрахунки показують, що підприємство у звітному 2008 році з кожної гривні сукупного капіталу отримало 14,56 коп. збитку, а за використання залучених коштів понесло 1384,39 тис. грн. (або 12,7729%) фінансових витрат. В результаті отримали від'ємне значення диференціалу (Рск – Цпк), яке дорівнює (-27,3376%).

Крім того, ефект фінансового левериджу залежить від співвідношення позикового і власного капіталу. Так, різка зміна прибутковості сукупного капіталу в 2008р. порівняно з 2006р. (від 1,6216% до -14,5647%) обумовила збільшення від'ємного значення ефекту фінансового левериджу на (-8,7759%). У той же час причиною значного збільшення від'ємного значення ефекту фінансового левериджу на (-27,5344%) став різкий ріст плеча фінансового важеля на 1,0042 (від 0,7229 у 2006р. до 1,7301 у 2008р.).

У звітному році відносно 2007р. рентабельність капіталу знизилась на (-17,9232%), що спричинило збільшення від'ємного значення ефекту фінансового левериджу на (-14,9292%). Погіршення структури капіталу підприємства (частка позикового зросла з 55,81% до 70,84% при одночасному зниженні питомої ваги власного капіталу) призвело до значного збільшення від'ємного значення ефекту фінансового левериджу (на -16,9357%).

Одним із методичних підходів щодо проведення оптимізаційних процедур структури капіталу є розрахунок впливу ефекту фінансового левериджу на кінцеві результати діяльності підприємства (табл. 2).

Розрахунок рентабельності власного капіталу підприємства при різних значеннях плеча фінансового важеля

Показник	I	II	III	IV	V	VI	VII
Співвідношення власного і позикового капіталу	100:0	75:25	60:40	50:50	33:67	29:71	20:80
Власний капітал	5019	5019	5019	5019	5019	5019	5019
Позиковий капітал	0	1673	3346	5019	10038	12191	20076
в т.ч. кредити	0	0	0	349	5368	7521	15406
Сукупний капітал	5019	6692	8365	10038	15057	17210	25095
Плече фінансового важеля	0	0,33	0,67	1	2,0	2,43	4,0
Ставка відсотка за кредит, %	20	20	20	20	20	20	20
Рентабельність сукупного капіталу, %	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Фінансовий результат від операційної діяльності, тис. грн.	501,9	669,2	836,5	1003,8	1505,7	1721,0	2509,5
Витрати за відсотками за кредит, тис. грн	-	-	-	69,8	1073,6	1504,2	3081,2
Середньозважена ціна позикового капіталу, %	-	-	-	1,3907	10,6954	12,3386	15,3477
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, тис. грн	501,9	669,2	836,5	934,0	432,1	216,8	571,7
Ставка податку на прибуток, %	25	25	25	25	25	25	25
Сума податку на прибуток, тис. грн	125,48	167,3	209,13	233,5	108,03	54,2	142,93
Чистий прибуток, тис. грн.	376,42	501,9	627,37	700,5	324,07	162,6	428,77
Рентабельність власного капіталу, %	7,5	10,0	12,5	13,96	6,46	3,24	8,54
Ефект фінансового важеля, %	0	2,475	5,025	6,4569	-1,0431	-4,2621	-16,0431

При здійсненні таких обчислень для підприємства враховано, що:

- збитковість сукупного капіталу підприємство має можливість ліквідувати та збільшити його прибутковість до 10%;
- за користування кредитами банків підприємство має сплачувати 20% річних;

- ефект фінансового левєриджу розраховано за середньозваженою ціною позикового капіталу, яка визначена шляхом ділення витрат, пов'язаних з використанням позикового капіталу на середній його розмір. Наприклад, для четвертого варіанту вона дорівнюватиме $1,3907\% (69,8 : 349,0) \times 100$. Аналогічно розрахунки проведено і за іншими варіантами, які передбачені у таблиці 2.

Можемо зазначити, що найкращим варіантом співвідношення між власним і позиковим капіталом на підприємстві є 3-й варіант, де частка власного капіталу становить 60%, а позикового – лише 40%. При чому позиковий капітал загалом сформовано на 100% поточними зобов'язаннями за розрахунками. За цієї умови підприємство не має витрат, пов'язаних з використанням залученого капіталу, нормальне значення показника плеча фінансового важеля (0,67), додатне значення ефекту фінансового левєриджу (5,025) та досить не погану прибутковість капіталу (12,5%).

За 4-м варіантом структура сукупного капіталу становить 50% на 50%. У цих умовах підприємству також вигідно використовувати поточні зобов'язання та залучати кредити, так як середньозважена ціна капіталу сягає невисокого значення (1,3907), ефект фінансового левєриджу – 6,4569%.

При зниженні частки власного капіталу до 33% (5-й варіант) та збільшення частки кредитів банків у загальному обсязі позикового капіталу підприємство буде мати високі витрати, пов'язані із залученням позикового капіталу (10,6954%), що в свою чергу знижує прибутковість підприємства (до 324,1 тис грн. з 700,5 тис. грн.) та рентабельність власного капіталу (до 6,46%), а також призводить до від'ємного значення ефекту фінансового левєриджу (-1,0431%).

Висновки. Таким чином, для аналізованого підприємства оптимальною є така структура джерел фінансування, в якій 60% становить власний капітал і 40% - позиковий. Результати проведеного дослідження свідчать, що залучення кредиторської заборгованості позитивно впливає на фінансову стійкість підприємства. На формування фінансової структури капіталу впливає: дотримання залишків запасів у відповідності до визначених нормативів;

ефективне управління дебіторською заборгованістю (впровадження сучасних методів рефінансування дебіторської заборгованості); збільшення робочого капіталу за рахунок підвищення прибутковості господарської діяльності; ефективне використання позичкових коштів.

Список використаних джерел

1. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента / И. Т. Балабанов. — М.: Финансы и статистика, 2000. — 528 с.
2. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: учебный курс / И. А. Бланк. — [2-е изд.]. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2004 — 656 с.
3. Брігхем Є. Ф. Основы фінансового менеджменту / Є. Ф. Брігхем; пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 1000 с.
4. Гурнак О. В. Кількісна оцінка ризику структури капіталу підприємства / О. В. Гурнак // Актуальні проблеми економіки. — 2007. — № 5. — С. 99-104
5. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. — [2-е изд.]. — М.: Финансы и статистика, 1997. — 512 с.
6. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гроппелі; пер. з англ. — К.: Основи, 1993. — 383 с.
7. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посіб. / О. О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2003. — 554 с.
8. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / за ред. проф. Г. Г. Кірейцева. — Київ: ЦУЛ, 2002 — 496 с.
9. Фінансовий менеджмент: [підручник] / кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. — К.: КНЕУ, 2005. — 536 с.
10. Финансовый менеджмент: теория и практика: [учебник] / под ред. Е. С. Стояновой. — [5-е изд.]. — М.: Перспектива, 2000. — 656 с.
11. Холт Роберт Н. Основы финансового менеджмента / Н. Роберт Холт; пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1996. — 128 с.