

ТЕМА 15. УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Питання для розгляду:

- 15.1. Економічна сутність і класифікація капіталу підприємства.*
- 15.2. Принципи формування капіталу підприємства.*
- 15.3. Вартість капіталу і принципи його оцінювання.*
- 15.4. Фінансовий леверидж.*
- 15.5. Оптимізація структури капіталу.*

15.1. Економічна сутність і класифікація капіталу підприємства

Капітал – одна з найбільш часто використовуваних економічних категорій. Він є головною економічною базою створення і розвитку підприємства, у процесі свого функціонування забезпечує інтереси держави, власників і персоналу. Капітал підприємства характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів. Економічну сутність капіталу визначають в першу чергу такі його характеристики:

Капітал підприємства є основним чинником виробництва. У економічній теорії виділяють три основних чинники виробництва, що забезпечують господарську діяльність виробничих підприємств – капітал; землю й інші природні ресурси; робочу силу. У системі цих чинників виробництва капіталу належить пріоритетна роль, тому що він об'єднує всі чинники в єдиний виробничий комплекс.

Капітал характеризує фінансові ресурси підприємства, що приносять прибуток. У цій своїй якості капітал може виступати ізольовано від виробничого чинника – у формі позичкового капіталу, що забезпечує формування прибутків підприємства у фінансовій (інвестиційній) сфері його діяльності.

Капітал є головним джерелом формування добробуту його власників. Він забезпечує необхідний рівень цього добробуту як у поточному, так і в перспективному періоді.

Капітал підприємства є головним вимірником його ринкової вартості. У цій якості виступає насамперед власний капітал підприємства, що визначає обсяг його чистих активів. Водночас, обсяг використовуваного підприємством власного капіталу характеризує одночасно і потенціал залучення ним позичкових фінансових засобів, що забезпечують одержання додаткового прибутку. У сукупності з іншими, менше значимими чинниками, це формує базу оцінки ринкової вартості підприємства.

Динаміка капіталу підприємства є найважливішим барометром рівня ефективності його господарської діяльності. Спроможність власного капіталу до самозростання високими темпами характеризує високий рівень формування й ефективний розподіл прибутку підприємства, його спроможність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел. У той же час зниження

обсягу власного капіталу є, як правило, наслідком неефективної, збиткової діяльності підприємства.

Велика роль капіталу в економічному розвитку підприємства і забезпеченні задоволення інтересів держави, власників і персоналу, визначає його як головний об'єкт фінансового управління підприємством, а забезпечення ефективного його використання відноситься до числа найбільш відповідальних задач фінансового менеджменту.

Капітал підприємства характеризується не тільки своєю багатоаспектною сутністю, але і різноманіттям форм, у яких він виступає. Під загальним поняттям «капітал підприємства» розуміють різноманітні його види, що характеризуються в даний час декількома десятками термінів. Усе це потребує визначеної систематизації використовуваних термінів.

Класифікація капіталу

1. За приналежністю підприємству виділяють власний і позиковий види капіталу.

Власний капітал характеризує загальну вартість засобів підприємства, що належать йому на правах власності. Ця частина активів, сформована за рахунок інвестованого в них власного капіталу, являє собою чисті активи підприємства.

Позиковий капітал характеризує капітал, що залучається для фінансування розвитку підприємства на основі повернення коштів або інших майнових цінностей. Всі форми позикового капіталу, використовуваного підприємством, являють собою його фінансові зобов'язання, які підлягають погашенню в передбачені терміни.

2. За цілями використання в складі підприємства можуть бути виділені такі види капіталу: продуктивний, позичковий і спекулятивний.

Продуктивний капітал характеризує засоби підприємства, інвестовані в його операційні активи для здійснення виробничо-збутовий його діяльності.

Інвестиційний капітал являє собою ту його частину, що використовується в процесі інвестування в грошові інструменти (короткострокові і довгострокові депозитні внески в комерційних банках), а також у боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі і т. п.)

Спекулятивний капітал характеризує ту його частину, що використовується в процесі здійснення спекулятивних (заснованих на різниці в цінах) фінансових операцій (придбання деривативів у спекулятивних цілях тощо).

3. За формами інвестування розрізняють капітал у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, використовуваний для формування статутного фонду підприємства. Інвестування капіталу в цих формах дозволено законодавством при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їхніх статутних фондів.

4. За об'єктом інвестування виділяють основний і оборотний види капіталу підприємства.

Основний капітал характеризує ту частину використовуваного підприємством капіталу, що інвестований в усі види його необоротних активів (а не тільки в основні засоби, як це часто трактується в літературі).

Оборотний капітал характеризує ту його частину, що інвестована в усі види його оборотних активів.

5. За формою перебування в процесі кругообігу, тобто в залежності від стадій загального циклу цього кругообігу, розрізняють капітал підприємства в грошовій, виробничій і товарній його формах.

6. За формою власності виявляють приватний і державний капітал, інвестований у підприємство в процесі формування його статутного фонду. Такий поділ капіталу використовується в процесі класифікації підприємств по формах власності.

7. За організаційно-правовою формою виявляють такі види капіталу: *акціонерний капітал* (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств); *пайовий капітал* (капітал партнерських підприємств – товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств і т. п.) й *індивідуальний капітал* (капітал індивідуальних підприємств – сімейних і т. п.).

8. За джерелами залучення розрізняють національний (вітчизняний) і іноземний капітал, інвестований у підприємство.

Функціонування капіталу підприємства в процесі його продуктивного використання характеризується процесом постійного кругообігу. В процесі кругообігу капітал підприємства проходить три стадії.

На першій стадії капітал у грошовій формі інвестується в операційні активи (оборотні і необоротні), перетворюючись тим самим у продуктивну форму.

На другій стадії продуктивний капітал у процесі виробництва продукції перетворюється в товарну форму (включаючи і форму зроблених послуг).

На третій стадії товарний капітал по мірі реалізації зроблених товарів і послуг перетворюється в грошовий капітал.

15.2. Принципи формування капіталу підприємства

Рівень ефективності господарської діяльності підприємства багато в чому визначається цілеспрямованим формуванням його капіталу. Основною метою формування капіталу підприємства є задоволення потреб в придбанні необхідних активів і оптимізація його структури з позицій забезпечення умов ефективного його використання.

З урахуванням цієї мети процес формування капіталу підприємства будується на основі таких принципів.

1. Врахування перспектив розвитку господарської діяльності підприємства. Процес формування обсягу і структури капіталу підпорядкований задачам забезпечення його господарської діяльності не тільки на початковій стадії функціонування підприємства, але й у найближчій перспективі. Забезпечення цієї перспективності формування капіталу підприємства досягається шляхом включення всіх розрахунків, пов'язаних із його формуванням, у бізнес-план створення нового підприємства.

2. Забезпечення відповідності обсягу залученого капіталу обсягу формованих активів підприємства. Загальна потреба в капіталі підприємства

ґрунтується на його потребі в оборотних і необоротних активах. Ця загальна потреба в капіталі, необхідна для створення нового підприємства, включає дві групи майбутніх витрат: 1) передстартові витрати; 2) стартовий капітал.

Передстартові витрати по створенню нового підприємства являють собою невеличкі суми фінансових засобів, необхідних для розробки бізнес-плану і фінансування пов'язаних із цим досліджень. Ці витрати носять разовий характер і хоча потребують визначених витрат капіталу, у складі загальної потреби займають незначну частку.

Стартовий капітал призначений для безпосереднього формування активів нового підприємства з метою початку його господарської діяльності (наступне нарощення капіталу розглядається як форма розширення діяльності підприємства і пов'язано з формуванням додаткових фінансових ресурсів).

При визначенні загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства використовуються звичайно два основних методи:

Прямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на визначенні необхідної суми активів, що дозволяють новому підприємству почати господарську діяльність. Цей метод розрахунку виходить з алгоритму: *загальна сума активів дорівнює загальній сумі капіталу, що інвестується*. Тому розрахунок загальної потреби в активах, дозволяє одержати уявлення про загальну потребу в капіталі для створення нового підприємства. Так як розрахунок потреби в активах утворюваного підприємства здійснюється в трьох варіантах (мінімально необхідна сума активів; необхідна сума активів, що забезпечує достатні розміри страхових запасів по окремих їхніх видах; максимально необхідна сума активів), він дозволяє диференціювати і загальну потребу в капіталі нового підприємства в межах від мінімальної до максимальної.

Непрямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на використанні показника «*капіталоємність продукції*». Цей показник дає уяву про те, який розмір капіталу використовується в розрахунку на одиницю зробленої (або реалізованої) продукції. Він розраховується в розрізі галузей і підгалузей економіки шляхом розподілу загальної суми використовуваного капіталу (власного і позикового) на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції. При цьому загальна сума використовуваного капіталу визначається як середня в аналізованому періоді.

Використання непрямого методу розрахунку загальної потреби в капіталі для створення нового підприємства здійснюється лише на попередніх етапах до розробки бізнес-плану. Цей метод дає лише приблизну оцінку потреби в капіталі, тому що показник середньогалузевої капіталоємності продукції істотно коливається в розрізі окремих підприємств під впливом окремих чинників. Основними з таких чинників є: а) розмір підприємства; б) стадія життєвого циклу підприємства; в) прогресивність використовуваної технології; г) прогресивність використовуваного устаткування; д) ступінь фізичного зносу устаткування; е) рівень використання виробничої потужності підприємства і ряд інших. Тому більш точну оцінку потреби в капіталі для створення нового підприємства при

використанні цього методу розрахунку можна одержати в тому випадку, якщо для обчислення буде застосований показник капіталоємності продукції на діючих підприємствах-аналогах (з урахуванням перерахованих вище чинників).

3. Забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного його функціонування. Умови формування високих кінцевих результатів діяльності підприємства в значній мірі залежать від структури використовуваного капіталу.

Структура капіталу являє собою співвідношення власних і позикових інвестованих засобів, використовуваних підприємством у процесі своєї господарської діяльності.

Структура капіталу, використовуваного підприємством, визначає багато аспектів інвестиційної діяльності, робить активний вплив на кінцеві результати цієї діяльності. Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу (тобто на рівень економічної і фінансової рентабельності підприємства), визначає систему коефіцієнтів фінансової стабільності і платоспроможності (тобто рівень основних фінансових ризиків) і в кінцевому рахунку формує співвідношення рівня прибутковості і ризику в процесі розвитку підприємства.

Формування структури капіталу нерозривно пов'язано з урахуванням особливостей кожної із його складових частин.

Власний капітал характеризується такими основними позитивними особливостями:

1. Простотою залучення, тому що рішення, пов'язані зі збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування) приймаються власниками і менеджерами підприємства без необхідності одержання згоди інших господарюючих суб'єктів.

2. Більш високою спроможністю генерування прибутку у всіх сферах діяльності, тому що при його використанні не потрібно сплачувати позикового відсотка у всіх його формах.

3. Забезпеченням фінансової стабільності розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства.

Водночас, йому властиві такі недоліки:

1. Обмеженість обсягу залучення, а отже і можливостей істотного розширення операційної й інвестиційної діяльності підприємства у періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу.

2. Висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.

3. Невикористовувана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових засобів, тому що без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.

Таким чином, підприємство, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стабільність (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку (тому що не може забезпечити формування

необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал.

Позичковий капітал характеризується такими позитивними особливостями:

1. Достатньо широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності гарантії поручителя.

2. Забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності.

3. Нижчою вартістю порівняно з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту «податкового щита» (вилучення затрат по його обслуговуванню з оподатковуваної бази при сплаті податку на прибуток).

4. Спроможністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

У той же час використання позикового капіталу має такі недоліки:

1. Використання цього капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства – ризик зниження фінансової стабільності і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно росту питомої ваги використання позичкового капіталу.

2. Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, що знижується на суму виплачуваного позичкового відсотка у всіх його формах (відсотка за банківський кредит; лізингової ставки; купонного відсотка по облігаціях; вексельного відсотка за товарний кредит і т. п.).

3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. У ряді випадків при зниженні середньої ставки позичкового відсотка на ринку використання раніше отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) стає підприємству не вигідним у зв'язку з наявністю більш дешевих альтернативних джерел кредитних ресурсів.

4. Складність процедури залучення (особливо у великих розмірах), тому що надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших суб'єктів господарювання (кредиторів), потребує в ряді випадків відповідних сторонніх гарантій.

Таким чином, підприємство, що використовує позичковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, проте в більшій мірі генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства (зростаючі в міру збільшення питомої ваги позикових засобів у загальній сумі використовуваного капіталу).

4. Забезпечення мінімізації витрат по формуванню капіталу з різноманітних джерел. Така мінімізація здійснюється в процесі управління вартістю капіталу, механізм якого докладно розглядається в наступному розділі.

5. Забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі його господарської діяльності. Реалізація цього принципу забезпечується шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу при прийнятному для підприємства рівні фінансового ризику.

15.3. Вартість капіталу і принципи його оцінювання

Однієї з найважливіших передумов ефективного управління капіталом підприємства є оцінка його вартості.

Зміст цієї концепції полягає в тому, що, незалежно від джерела фінансування, залучення інвестиційних ресурсів в господарський оборот підприємства пов'язано з певними витратами.

Так, кредиторам потрібно сплачувати відсотки за кредит, власникам облігацій – річний купон, акціонери сподіваються на виплату дивідендів. І навіть у випадку, коли фінансові ресурси формуються за рахунок реінвестування прибутку, їх залучення не носить безоплатний характер, оскільки у будь-якому випадку потрібно враховувати альтернативні витрати.

Вартість капіталу – це ціна у відсотках, що підприємство сплачує за залучення капіталу з різноманітних джерел і за його обслуговування.

Тобто, під вартістю (або ціною) капіталу розуміють відношення витрат з обслуговування залученого капіталу до величини цього капіталу. Виражається вартість капіталу у процентах і показує, яку суму потрібно заплатити за користування одиницею фінансових ресурсів з певного джерела, як правило, протягом року. Методика визначення вартості капіталу залежить від джерела його залучення. Основними джерелами формування капіталу є банківські кредити, випущені підприємством облігації, акції та нерозподілений прибуток.

Розраховується як відношення річних витрат щодо залучення і обслуговування капіталу до суми залученого капіталу.

$$CC = \frac{V_y}{K} \times 100.$$

Наприклад, визначити вартість облігаційної позики терміном 5 років, якщо сума емісії облігації – 500 тис. грн., сума річних відсотків – 75 тис. грн., емісійні витрати – 20 тис. грн. Облігації продавались із дисконтом 4%.

$$CC = \frac{V_y}{K} \times 100 = \frac{75 + \frac{20}{5} + 500 \times \frac{0,04}{5}}{500} = 0,166 =$$

Оскільки капітал залучається із різних джерел і за різною вартістю, то визначається узагальнений показник – середньозважена вартість капіталу

$$WACC = \sum_{i=1}^n CC_i \times w_i$$

де CC_i – вартість (ціна) i -го виду капіталу;

w_i – питома вага i -того виду капіталу, десятковий дріб.

Наприклад, визначити середньозважену вартість капіталу, якщо 80 відсотків власного капіталу вартістю 20 %, і 20 відсотків – довгострокові кредити з кредитною ставкою 35 %.

Розглянемо основні сфери використання показника вартості капіталу в діяльності підприємства.

1. Вартість капіталу підприємства служить мірою прибутковості операційної діяльності і використовується як ставка дисконтування при аналізі інвестиційних проектів. Так як вартість капіталу характеризує частину прибутку, що повинна бути сплачена за використання сформованого або залученого нового капіталу для забезпечення випуску і реалізації продукції, цей показник виступає мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства, нижньою межею при плануванні її розмірів.

2. Показник вартості капіталу використовується як критерій у процесі здійснення реального інвестування. Насамперед, рівень вартості капіталу конкретного підприємства виступає як дисконтна ставка, по якій сума чистого грошового потоку приводиться до теперішньої вартості в процесі оцінки ефективності окремих реальних проектів. Крім того, він служить базою порівняння з внутрішньою ставкою прибутковості по аналізованому інвестиційному проекті – якщо вона нижче, чим показник вартості капіталу підприємства, такий інвестиційний проект повинен бути відхилений.

3. Вартість капіталу підприємства служить базовим показником формування ефективності фінансового інвестування. Так як критерій цієї ефективності задається самим підприємством, то при оцінці прибутковості окремих фінансових інструментів базою порівняння виступає показник вартості капіталу. Цей показник дозволяє оцінити не тільки реальну ринкову вартість або прибутковість окремих інструментів фінансового інвестування, але і сформувати найбільш ефективні напрямки і види цього інвестування на попередній стадії формування інвестиційного портфеля. І природно, цей показник служить мірою оцінки прибутковості сформованого інвестиційного портфеля в цілому.

4. Показник вартості капіталу підприємства є критерієм прийняття управлінських рішень щодо використання оренди (лізингу) або придбання у власність виробничих основних засобів. Якщо вартість використання (обслуговування) фінансового лізингу перевищує вартість капіталу підприємства, застосування цього напрямку формування виробничих основних засобів для підприємства не вигідно.

5. Показник вартості капіталу в розрізі окремих його елементів використовується в процесі управління структурою цього капіталу на основі механізму фінансового левериджа. Мистецтво використання фінансового левериджа полягає у формуванні найвищого його диференціала, однієї зі складових який є вартість позикового капіталу. Мінімізація цієї складової забезпечується в процесі оцінки вартості капіталу, що залучається з різних позикових джерел, і формування відповідної структури джерел його використання підприємством.

6. Рівень вартості капіталу підприємства є найважливішим вимірювачем рівня ринкової вартості цього підприємства. Зниження рівня вартості капіталу призводить до відповідного зростання ринкової вартості підприємства і навпаки. Особливо оперативно ця залежність реально відбивається на діяльності

акціонерних компаній відкритого типу, ціна на акції яких піднімається або падає при відповідно зниженні або рості вартості їхнього капіталу. Отже управління вартістю капіталу є одним із самостійних напрямків підвищення ринкової вартості підприємства, що є однією з цілей управління його прибутком.

Важливість оцінки вартості капіталу при управлінні формуванням прибутку в процесі здійснення фінансової діяльності визначає необхідність коректного розрахунку цього показника на всіх етапах розвитку підприємства. Процес оцінки вартості капіталу базується на таких основних принципах:

1. Принцип попередньої по елементної оцінки вартості капіталу. Так як використовуваний капітал підприємства складається з неоднорідних елементів (насамперед – власного і позикового їхніх видів, а в розрізі них – за джерелами формування), у процесі оцінювання його необхідно розкласти на окремі складові елементи, кожний із яких повинен бути об'єктом здійснення оціночних розрахунків.

2. Принцип узагальнюючої оцінки вартості капіталу. По елементна оцінка вартості капіталу служить передумовою для узагальненого розрахунку цього показника. Таким узагальненим показником є середньозважена вартість капіталу. Середньозважена вартість капіталу є головним критеріальним показником.

3. Принцип порівнянності оцінки вартості власного і позикового капіталу. У процесі оцінки вартості капіталу варто мати на увазі, що суми використовуваного власного і позикового капіталу, відображені в пасиві балансу підприємства, мають непорівнянне кількісне значення. Якщо наданий в користування підприємству позиковий капітал у грошовій або товарній формі оцінений по сумі в цінах наближених до ринкових, то власний капітал, відображений балансом, стосовно до поточної ринкової вартості може бути занижений у зв'язку з інфляцією.

4. Принцип динамічної оцінки вартості капіталу. Чинники, що впливають на показник середньозваженої вартості капіталу, дуже динамічні, тому зі зміною вартості окремих елементів капіталу повинні вноситися корективи й у середньозважене його значення. Крім того, принцип динамічності оцінки припускає, що вона може здійснюватися як по вже сформованому, так і по плановому формуванню (залученню) капіталу.

15.4. Фінансовий леверидж

Одна з головних задач фінансового менеджменту – максимізація рівня рентабельності власного капіталу при заданому рівні фінансового ризику – реалізується різними методами. Одним з основних механізмів реалізації цієї задачі є «фінансовий леверидж».

Фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових засобів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж – це об'єктивний чинник, що

виникає з появою позикових засобів в обсязі використовуваного підприємством капіталу, що дозволяє йому одержати додатковий прибуток на власний капітал.

Показник, що відбиває рівень додаткового прибутку на власний капітал при різноманітній питомій вазі використання позикових засобів, називається **ефектом фінансового левериджа**.

Він розраховується за такою формулою:

$$ЕФЛ = \frac{(1 - C_{пп}) \times (ВР_a + В_{пк}) \times ПК}{ВК},$$

ЕФЛ – ефект фінансового левериджа, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %;

$C_{пп}$ – ставка податку з прибутку, виражена десятковим дробом;

$ВР_a$ – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

$В_{пк}$ – середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу (ціна позикового капіталу), %;

$ПК$ – середня сума використовуваного підприємством позикового капіталу;

$ВК$ – середня сума власного капіталу підприємства.

Розглядаючи раніше приведену формулу розрахунку ефекту фінансового левериджа, можна виділити в ній три основні складові:

1) Податковий коректор фінансового левериджа ($1 - C_{пп}$), який показує, в якому ступені проявляється ефект фінансового левериджа у зв'язку з різноманітним рівнем оподатковування прибутку.

2) Диференціал фінансового левериджа ($ВР_a - В_{пк}$), що характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит.

3) Коефіцієнт фінансового левериджа ($ПК / ВК$), що характеризує суму позикового капіталу, використовуваного підприємством, у розрахунку на одиницю власного капіталу.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти ефектом фінансового левериджа в процесі фінансової діяльності підприємства.

Податковий коректор фінансового левериджа практично не залежить від діяльності підприємства, тому що ставка податку з прибутку встановлюється законодавчо. Водночас, у процесі управління фінансовим левериджем диференційований податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

а) якщо по різноманітних видах діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподатковування прибутку;

б) якщо по окремих видах діяльності підприємство використовує податкові пільги по прибутку;

в) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподатковування прибутку;

г) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у країнах із нижчим рівнем оподатковування прибутку.

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно і на склад прибутку за рівнем її оподатковування), можна знизивши середню ставку оподатковування прибутку, підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджа на його ефект (за інших рівних умов).

Диференціал фінансового левериджа є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджа. Цей ефект виявляється тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, генерованого активами підприємства, перевищує середній розмір *відсотка* за використовуваний кредит, тобто якщо диференціал фінансового левериджа є позитивним показником. Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджа, тим вищим за інших рівних умов буде його ефект.

У зв'язку з високою динамічністю цього показника він потребує постійного моніторингу в процесі управління ефектом фінансового левериджа. Цей динамізм обумовлений дією ряду чинників.

Насамперед, у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (у першу чергу, скорочення обсягу пропозиції на ньому вільного капіталу) вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства.

Крім того, зниження фінансової стабільності підприємства в процесі підвищення частки використовуваного позикового капіталу призводить до збільшення ризику його банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. При визначеному рівні цього ризику (а відповідно і рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджа може бути зведений до нуля (при якому використання позикового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу) і навіть мати негативний розмір (при якому рентабельність власного капіталу знизиться).

Нарешті, у період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно і розмір валового прибутку підприємства від операційної діяльності. У цих умовах негативний розмір диференціала фінансового левериджа може формуватися навіть при незмінних ставках відсотка за кредит за рахунок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів.

Формування негативного значення диференціала фінансового левериджа завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. У цьому випадку використання підприємством позикового капіталу дає негативний ефект і є недоцільним.

Коефіцієнт фінансового левериджа є тим важелем (в дослівному перекладі – важіль), що мультиплікує (пропорційно мультиплікатору або коефіцієнту змінює) позитивний або негативний ефект, одержуваний за рахунок відповідного значення його диференціала. При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджа буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а

при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджа буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, приріст коефіцієнта фінансового левериджа мультиплікує ще більший приріст його ефекту (позитивного або негативного в залежності від позитивного або негативного розміру диференціалу левериджа). Аналогічно зниження коефіцієнта фінансового левериджа буде призводити до оберненого результату, знижуючи в ще більшому ступені його позитивний або негативний ефект.

Таким чином, при незмінному диференціалі коефіцієнт фінансового левериджа є головним генератором як зростання суми і рівня прибутку на власний капітал, так і фінансового ризику втрати цього прибутку. Аналогічно при незмінному коефіцієнті фінансового левериджа позитивна або негативна динаміка його диференціала генерує як зростання суми і рівня прибутку на власний капітал, так і фінансовий ризик її втрати.

Знання механізму впливу фінансового левериджа на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

Таблиця 15.4.1

Розрахунок ефекту фінансового левериджа

Показники	Варіанти структури капіталу			
Сума капіталу	1000	1000	1000	1000
Сума власного капіталу	1000	800	500	200
Сума позикового капіталу	0	200	500	800
Прибуток (до оподаткування і до сплати відсотків за кредит)	200	200	200	200
Кредитна ставка, %	10	10	10	10
Сума відсотків за кредит	0	20	50	80
Прибуток до оподаткування	200	180	150	120
Податок на прибуток (18%)	36	32,4	27	21,6
Чистий прибуток	164	147,6	123	98,4
Рентабельність власного капіталу, %	16,4	18,45	24,6	49,2
Ефект фінансового левериджа	0	2,05	8,2	32,8

15.5. Оптимізація структури капіталу

Оптимізація структури капіталу є однією з найбільш важливих і складних задач управління підприємством. Оптимальна структура капіталу - це таке співвідношення використання власних і позикових засобів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності і коефіцієнтом фінансової стабільності підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Процес оптимізації структури капіталу підприємства здійснюється за такими етапами :

1. Аналіз капіталу підприємства. Основною ціллю цього аналізу є виявлення тенденцій динаміки обсягу і складу капіталу в передплановому

періоді і їх впливу на фінансову стабільність і ефективність використання капіталу.

2. Оцінка основних чинників, що визначають формування структури капіталу. Практика показує, що не існує єдиних рецептів ефективного співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, але навіть і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку і при різноманітній кон'юктурі товарного і фінансового ринків. Водночас, існує ряд об'єктивних і суб'єктивних чинників, урахування яких дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу, забезпечуючи умови найбільш ефективного його використання на кожному конкретному підприємстві. Основними з цих чинників є:

- *Галузеві особливості операційної діяльності підприємства.* Характер цих особливостей визначає структуру активів підприємства, їхню ліквідність. Підприємства з високим рівнем фондоємності виробництва продукції в силу високої частки необоротних активів, має звичайно більш низький кредитний рейтинг і змушені орієнтуватися у своїй діяльності на використання власного капіталу. Крім того, характер галузевих особливостей визначає різноманітну тривалість операційного циклу. Чим нижче період операційного циклу, тим у більшому ступені (за інших рівних умов) може бути використаний підприємством позиковий капітал.

- *Стадія життєвого циклу підприємства.* Підприємства, які розвиваються, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу і мають конкурентоспроможну продукцію, можуть залучати для свого розвитку велику частку позикового капіталу, хоча для таких підприємств вартість цього капіталу може бути вище середньо ринковий (на підприємствах, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу, рівень фінансових ризиків більш високий, що враховується їхніми кредиторами). У той же час підприємства, що знаходяться в стадії зрілості, у більшій мірі повинні використовувати власний капітал.

- *Кон'юнктура товарного ринку.* Чим стабільніша кон'юнктура цього ринку, а відповідно і стабільніший попит на продукцію підприємства, тим вище і безпечніше стає використання позикового капіталу. І навпаки – в умовах несприятливої кон'юнктури і скорочення обсягу реалізації продукції використання позикового капіталу прискорено генерує зниження рівня прибутку і ризик утрати платоспроможності; у цих умовах необхідно оперативно знижувати коефіцієнт фінансового левериджа за рахунок зменшення обсягу використання позикового капіталу.

- *Кон'юнктура фінансового ринку.* У залежності від стану цієї кон'юнктури зростає або знижується вартість позикового капіталу. При істотному зростанні цієї вартості диференціал фінансового левериджа може досягти негативного значення (при якому використання позикового капіталу призведе до різкого зниження рівня фінансової рентабельності, а в ряді випадків – і до збиткової операційної діяльності). У свою чергу, при істотному зниженні цієї вартості різко знижується ефективність використання довгострокового позикового капіталу (якщо кредитними умовами не обговорена відповідне

корегування ставки відсотка за кредит). Нарешті, кон'юнктура фінансового ринку впливає на вартість залучення власного капіталу з зовнішніх джерел - при зростанні рівня позичкового відсотка зростають і вимоги інвесторів до норми прибутку на вкладений капітал.

- *Рівень рентабельності операційної діяльності.* При високому значенні цього показника кредитний рейтинг підприємства зростає і воно розширює потенціал можливого використання позикового капіталу. Проте в практичних умовах цей потенціал часто залишається незатребуваним у зв'язку з тим, що при високому рівні рентабельності підприємство має можливість задовольняти додаткову потребу в капіталі за рахунок більш високого рівня капіталізації отриманої прибутку. У цьому випадку власники віддають перевагу інвестувати отриманий прибуток у власне підприємство що забезпечує високий рівень віддачі капіталу, що за інших рівних умов знижує питома вага використання позикових засобів.

- *Відношення кредиторів до підприємства.* Як правило, кредитори при оцінці кредитного рейтингу підприємства керується своїми критеріями, що не збігаються іноді з критеріями оцінки власної кредитоспроможності підприємством. У ряді випадків, незважаючи на високу фінансову стабільність підприємства, кредитори можуть керуватися й іншими критеріями, що формують негативний його імідж, а відповідно знижують і його кредитний рейтинг. Це робить відповідний негативний вплив на можливість залучення підприємством позикового капіталу, знижує його фінансову гнучкість, тобто можливість оперативно формувати капітал за рахунок зовнішніх джерел.

- *Рівень оподатковування прибутку.* У умовах низьких ставок податку з прибутку або використання підприємством податкових пільг по прибутку, різниця у вартості власного і позикового капіталу, що залучається з зовнішніх джерел, знижується. Це пов'язано з тим, що ефект податкового коректора при використанні позикових засобів зменшується. У цих умовах більш кращим є формування капіталу з зовнішніх джерел за рахунок емісії акцій (залучення додаткового пайового капіталу). У той же час при високій ставці оподатковування прибутку істотно підвищується ефективність залучення позикового капіталу.

- *Фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства.* Неприйняття високих рівнів ризиків формує консервативний підхід власників і менеджерів до фінансування розвитку підприємства, при котрому його основу складає власний капітал. І навпаки, прагнення одержати високий прибуток на власний капітал, незважаючи на високий рівень ризиків, формує агресивний підхід до фінансування розвитку підприємства, при якому позиковий капітал використовується в максимально можливому розмірі.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Для проведення таких розрахунків використовується механізм фінансового левериджа.

4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації заснований на попередній оцінці вартості

власного і позикового капіталу при різних умовах його залучення і здійсненні різноманітних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.