

Zukevych S.M.
Ph.D., Associate Professor,
Ternopil national economic universiti, Ternopil, Ukraine

Diagnostics of basic determinans of optimal capital structure

Жукевич С.М.
к.е.н., доцент,
Тернопільський національний економічний університет, м. Тернопіль, Україна

Діагностика основних фінансових детермінант оптимальної структури капіталу

Розглянуто питання ефективності структури капіталу підприємств, механізм його оцінки й аналізу на основі фінансового левериджу. Проаналізовано основні фінансові детермінанти та їх роль в обґрунтуванні вибору структури капіталу. Досліджено взаємозв'язок структурних елементів капіталу та інструментів фінансового левериджу, що розкриває управлінські можливості для вироблення стратегії оптимальної структури капіталу підприємства.

Ключові слова: *капітал, структура капіталу, детермінанти, власний капітал, позиковий капітал, леверидж.*

The question of efficiency of capital of enterprises structure is considered, mechanism of his estimation and analysis on the basis of financial leverage. Basic financial determinants and their role is analysed in the ground of choice of capital structure. Intercommunication of structural elements of capital and instruments of financial leverage is investigated, that exposes administrative possibilities for making of strategy of optimal capital of enterprise structure.

Key words: *capital, capital structure, determinans, property asset, loan capital, leverage*

В умовах економіко-політичної кризи дослідження основних економічних проблем, з якими зустрічаються суб'єкти господарювання, вимагає перегляду базових концепцій та визначає пріоритетні напрямки ефективного управління фінансовою діяльністю підприємства. Діяльність компаній в умовах глобальної ринкової економіки безпосередньо залежить від обсягу фінансового капіталу та його структури. Структура капіталу корпорації, визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників її діяльності.

Найбільш важливим завданням фінансового менеджменту на підприємстві є своєчасне забезпечення його діяльності необхідним капіталом. Це зумовлюється важливістю капіталу як джерела коштів для існування і розвитку будь-якого господарюючого суб'єкта. А роль системи регулювання структури капіталу беззаперечно є першочерговою у прийнятті управлінських рішень. Тому, що оптимізація структури капіталу є одним із найбільш важливих і складних завдань, які вирішуються у процесі фінансового управління підприємством і визначають стратегію поведінки у ринковому просторі.

Відтак надзвичайно актуальним з теоретичної точки зору й потреб практики є визначення оптимальної структури капіталу підприємства, тобто такого співвідношення між власним і позичковим капіталом, яке дозволяє досягнути компромісу між вигодами від використання капіталу й ризиками, які з цим пов'язані. Необхідно зазначити, що розв'язанню цієї задачі присвячена досить велика кількість публікацій зарубіжних і вітчизняних науковців.

Значний внесок в дослідження питань сутності капіталу внесли такі вчені, як К. Маркс, А. Маршал, Д. Рікардо, У. Петі, П. Самуельсон, А. Сміт, І. Фішер, Д. Хикс. Питання оптимізації структури капіталу підприємства висвітлені в працях Дж. Бейкера, С. Майерса, Н. Майлуффа, М. Міллера, Ф. Модільяні, Дж.К. Ван Хорна, Дж. Вільямса, а також російськими ученими І. Бланком, О.Грачьевим, В.Ковальовим, Ю.Воробйовим, О.Стояновою, І.Балабановим та вітчизняними ученими І.Лук'яненко, І.Школьник. Вплив структури капіталу на результати діяльності підприємства досліджувалися ученими Дж. Зечнером, Т. Оплером, С. Тітманом, Е. Фамом, К. Френчем, Р. Хенкелем, А. Ховакиміаном. Серед тих досліджень, де безпосередньо розглядаються методичні підходи аналізу, оцінки, діагностики до формування структури капіталу можна виокремити роботи Я. Базилінської, М.Білик, В.Ковальова, А.Поддєрьогіна, В.Подольської, О. Терещенко, Ю. Тютюнник, Л. Селіверстова, О.Скрипник, О.Яріш. Відбувається поступова переорієнтація із макроекономічного аналізу нагромадження основного капіталу на рівень суб'єкта господарювання.

Незважаючи на значний внесок в розвиток теорії структурування та оптимізації капіталу підприємства, подальшого дослідження потребує механізм формування структури капіталу підприємств з врахуванням вітчизняних умов господарювання та його вдосконалення із застосуванням аналітично-діагностичних методів та прийомів.

Враховуючи динамічний характер ринкової системи, зміну макроекономічних показників, ринкової кон'юнктури, в умови періодичного виникнення кризових явищ в економіці з практичної точки зору актуальною є розробка принципів і діагностичних методів підтримання співвідношення власного та позичкового капіталу на оптимальному рівні.

Вирішення вищеописаних завдань потребує теоретичного переосмислення понять «капітал підприємства», «структура капіталу», «фінансові детермінанти» формування оптимальної структури капіталу.

Не зупиняючись на історичному дослідженні теорії капіталу, підходи до якої загалом можна охарактеризувати як народногосподарські (макроекономічні), розглянемо її з погляду підприємства. Капітал є сумою вартісної оцінки майна та коштів підприємства, які використовуються в процесі господарської діяльності [1, с.63]. Капітал – загальна вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формі, які авансовані у формування активів підприємства [2, с.185]. У бухгалтерському обліку відображається у пасиві балансу.

Капітал складається із власного капіталу і зобов'язань. Власний капітал - частина в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань. Зобов'язання - заборгованість підприємства, яка виникла внаслідок минулих подій і погашення якої в майбутньому, як очікується, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що втілюють у собі економічні вигоди [3]. Зобов'язання, у свою чергу, поділяються на довгострокові і короткострокові (поточні).

Створення та функціонування будь-якого підприємства спрощено являє собою процес інвестування фінансових ресурсів на довгостроковій основі з метою отримання прибутку та супроводжується невизначеністю. Рівень та мінливість прибутку залежить від того наскільки раціонально використані надані фінансові ресурси, тобто в що вони вкладені, та від структури джерел фінансування. В першому випадку виникає поняття виробничого ризику, у другому — фінансового.

У процесі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності відбувається безперервний процес кругообігу капіталу, змінюються структура активів і джерел їхнього фінансування, наявність і потреба у фінансових ресурсах і, як наслідок, змінюється фінансовий стан і стійкість підприємства. Останні, в свою чергу, залежать від ефективного управління фінансовими ресурсами і визначаються оптимальною структурою активів,

оптимальним співвідношенням власних і позикових коштів, оптимальним співвідношенням активів та джерел їх фінансування.

На думку І. 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 компанії, тобто максимізується його ринкова вартість [4, с. 213].

В.О. Подольська та О.В. Ярш вважають, що оптимізація структури капіталу «таке співвідношення між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю компанії» [5, с.355].

На думку сучасних економістів [6], єдину ефективну структуру капіталу визначити неможливо. Однак, можна визначити найбільш раціональне співвідношення показників капіталу, що розраховуються на підставі факторів впливу, ризиків та практичного досвіду. Це максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Поняття терміну «детермінант» набуває різного значення при використанні його у сучасних реаліях наукових підходів, вчень, галузях економіки. Електронна енциклопедія «Академік» надає більше сотні визначень терміну «детермінант». Слід зосередитись на тому що, «детермінант» (від лат. *determinans* визначальний) – це складова, компонент, визначник, причина, умова; домінуючий вплив чи головний чинник [7].

Тлумачення визначення слова «детермінант» набуває видозмінених трактувань, після його застосування у різних сферах, зокрема і в економіці. Поштовхом є факт прогресуючої глобалізації світової економіки. Використовуючи даний термін у диференційованих галузях економіки, він набуває вектору у рамках її функціонування. Так, фінансовий детермінант – це комплексне поняття, яке характеризує чинник економічного процесу фінансового сектору визначеної економічної системи (ринкової, змішаної, командно-планової, традиційної), який впливає на функціонування мікро та макро суб'єкту, або є його складовою [8].

Таким чином, оптимізація структури капіталу є важливим етапом стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу корпорації та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії. Встановлення оптимальної структури джерел формування капіталу здійснюється для досягнення максимального рівня фінансової рентабельності із одночасною мінімізацією його середньозваженої вартості. При цьому слід врахувати рівень операційного та фінансового ризиків [9].

Мета управління структурою капіталу – мінімізувати витрати на залучення довгострокових джерел фінансування і цим забезпечити власникам капіталу максимальну ринкову оцінку вкладених ними коштів.

Особливе місце в управлінні структурою капіталу підприємства належить економічному аналізу як основи для прийняття науково-обґрунтованих управлінських рішень. Метою аналізу є визначення раціональності джерел фінансування активів підприємства, використовуючи діагностичний інструментарій визначення впливу основних детермінант на їх структуру.

Кількісне оцінювання ризику та детермінант, що його зумовлюють, здійснюється на підставі аналізу чутливості прибутку. Ця чутливість і називається левериджем або фінансовим важілем при якому незначна зміна одного чинника може призвести до значних змін результативного показника. Цей термін запозичений в американців і широко використовується вітчизняними фінансовими аналітиками.

Фінансовий леверидж (Financial Leverage) — це використання постійних операційних та постійних фінансових витрат у намаганнях збільшити прибутковість підприємства [1, с.123]. Він створюється при використанні підприємством позичкових джерел фінансування.

Що стосується методики визначення фінансового важеля та його ефекту, то треба відмітити про відсутність єдиного підходу.

Рівень отримання додаткового прибутку на власний капітал за рахунок різної частини використання позикових засобів, називається ефектом

фінансового левериджу. Ефект фінансового левериджу, на думку І. Бланка, визначається за допомогою прирощення чистої рентабельності коштів, отриманих за рахунок використання кредиту. Цей показник визначається за формулою [4, с.264]:

$$EФЛ = (1 - СПр) \times (КВРА - ВКр) \times \frac{ПК}{ВК} \quad (1)$$

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

СПр – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

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

ВКр – середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються компаніям за використання позичкового капіталу, %;

ПК – середньорічна сума використовуваного підприємством позичкового капіталу, грн;

ВК – середньорічна сума власного капіталу компанії, грн.

У формулі можна виділити три основні складові: податковий коректор фінансового левериджу $(1 - СПр)$, диференціал фінансового левериджу $(КВРА - ВКр)$, коефіцієнт фінансового левериджу $(\frac{ПК}{ВК})$.

Зупинимось детальніше на основних фінансових детермінантах ефекту фінансового левериджу.

Податковий коректор фінансового левериджу $(1 - СПр)$ показує в якій мірі проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Зменшення рівня оподаткування прибутку підсилює дію ефекту фінансового плеча. Не зважаючи на те, що даний показник практично не залежить від діяльності підприємства (оскільки ставка податку на прибуток встановлюється законодавством), компанія може вплинути на показник у таких випадках якщо:

➤ за різними видами діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;

- за окремими видами діяльності використовуються податкові пільги щодо прибутку;
- окремі дочірні фірми суб'єкта господарювання здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- окремі дочірні фірми компанії здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку [10, с. 231].

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

Диференціал фінансового левериджу (КВРА – ВКр) характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсоткової ставки за користування позиченим капіталом. Саме ця складова показує, чи приносять залучені кредити прибуток або збитки на власний капітал. Він є базовим детермінантом, від значення якого залежить величина ефекту. Він виявляється, коли рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотку за кредит, тобто коли диференціал фінансового важеля є позитивною величиною. Чим більше позитивне значення диференціалу фінансового важеля, тим більшим буде його ефект.

Додатковий прибуток виявлятиметься тільки у разі позитивного значення диференціала. При негативному значенні диференціала фінансового левериджу використання підприємства позичкового капіталу дає негативний ефект, тобто спричиняє втрати. Це пов'язано з тим, що і коефіцієнт валової рентабельності активів (КВРА), і середня відсоткова ставка за кредит (ВКр) є відносними показниками. Перший показує скільки гривень валового прибутку генерує кожна гривня активів підприємства. Другий - скільки відсотків виплачує компанія за кожен гривню позикових коштів у формі банківських кредитів.

Якщо КВРА більше, ніж ВКр – кредити генерують прибуток на власний капітал; якщо КВРА менше, ніж ВКр – навпаки: використання кредитів

приносять збитки на власний капітал. Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вище, за інших рівних умов, буде його ефект. У разі негативного значення диференціалу залучені кредити, замість додаткового прибутку, генеруватимуть збитки тому, що обслуговування кредитів буде проводитися за рахунок власного прибутку. Враховуючи вищевикладене, найдоцільніше, при негативному диференціалі, залучати нові кредити в тому випадку, якщо вони збільшують валову рентабельність активів до позитивного значення диференціала. Це не означає, що не можна залучати кредити при негативному значенні диференціалу. Проте, необхідно мати на увазі, що замість додаткового прибутку вони генеруватимуть, можливо невеликі, але збитки.

Загалом, залучення нових кредитів при негативному значенні диференціалу, має сенс лише в тому випадку, коли вони підвищують КВРА (шляхом підвищення валового прибутку компанії, за рахунок використання кредиту). У всіх випадках негативного або незначного позитивного значення диференціала (при вже наявних запозиченнях) слід вживати заходи із збільшення коефіцієнта валової рентабельності активів за рахунок збільшення валового прибутку та зниження суми активів.

Значна динамічність показника диференціала фінансового левериджу вимагає постійного моніторингу у процесі управління ефектом фінансового левериджу. Такий динамізм обумовлений дією ряду чинників. Передусім, в період погіршення кон'юнктури фінансового ринку - скорочення обсягу пропозиції на ринку вільного капіталу, вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, генерованого активами підприємствами. Крім того, зниження фінансової стійкості компанії в процесі підвищення частки використовуваного позичкового капіталу призводить до збільшення ризику її банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик. При певному рівні вищеприписаного ризику (а відповідно і рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджу може бути:

- ✓ зведений до нуля, тобто використання позичкового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу.
- ✓ мати від'ємну величину при якій рентабельність власного капіталу знизиться, оскільки частина чистого прибутку, генерованого власним капіталом, йтиме на обслуговування використовуваного позичкового капіталу по високих ставках відсотка [10, с. 435].

В період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно і розмір валового прибутку компанії від операційної діяльності. В цих умовах, від'ємна величина диференціала фінансового левериджу може формуватися навіть при незмінних ставках відсотка за кредит за рахунок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів.

З вищесказаного можна зробити висновок, що формування від'ємного значення диференціала фінансового левериджу завжди призводить до зниження коефіцієнту рентабельності власного капіталу. В такому випадку використання суб'єктами господарювання позичкового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт (плече) фінансового левериджу ($\frac{ПК}{ВК}$) характеризує суму позичкового капіталу, використовуваного підприємствами, з розрахунку на одиницю власного капіталу. Плече фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що формується за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст плеча фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст фінансової рентабельності, а при негативному значенні диференціалу приріст плеча фінансового левериджу буде призводити до ще більшого зниження фінансової рентабельності.

Отже, необхідною умовою ефективного функціонування підприємства, забезпечення стабільних фінансово-економічних показників його діяльності є встановлення оптимального співвідношення між власним та позичковим капіталом, формування діагностичного інструментарію визначення детермінант такого співвідношення із своєчасним та ефективним реагуванням на зміну зовнішніх факторів. Одним з основних напрямів поліпшення використання

капіталу підприємства є, перш за все, забезпечення максимального обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел: чистого прибутку і амортизаційних відрахувань.

Прийняття управлінських рішень щодо структури капіталу, його оптимізації є прерогативою фінансового менеджменту і носить стратегічний характер.

Література

1. Базилінська Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика: навч. посіб. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 328 с.
2. Білик М.Д., Павловські О.В., Притуляк Н.М., Невмержицька Н.Ю. Фінансовий аналіз: Навч. Посіб. – К.: КНЕУ, 2005. – 592 с.
3. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 "Загальні вимоги до фінансової звітності" \ затверджено наказом Міністерства фінансів України 07.02.2013 N 73
4. Бланк И. А. Финансовый менеджмент / И. А. Бланк — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга, Ника-Центр, 2007. — 521 с.
5. Подольська, В. О. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / В. О. Подольська, О.В. Яріш. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 488 с.
6. Селіверстова Л.С., Скрипник О.В. Фінансовий аналіз: Навч.метод.пос.іб./ За ред. С.М.Безрутенка – К. «Видавництво «Центр учбової літератури», 2012. -274 с.
7. Словари и энциклопедии на Академике [Електронний ресурс]. – Режим доступу:<http://dic.academic.ru/>
8. Безус Р.М. Поняття «детермінант» та його значення в різних сферах / <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=64121>
9. Тютюнник Ю.М. Фінансовий аналіз: навч. посібник/Ю.Б.Тютюнник. – К.: Знання, 2012. – 815 с.
10. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью [Текст]// В. В. Ковалев - М.: Проспект, 2007. - 336 с.