

ЛЬВІВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ФІЗИЧНОЇ КУЛЬТУРИ ІМЕНІ ІВАНА БОБЕРСЬКОГО

Факультет туризму

Кафедра економіки та менеджменту

Завидівська О. І.

ЛЕКЦІЯ № 6

Вартість і оптимізація структури капіталу

з навчальної дисципліни:

«Фінансовий менеджмент»

галузь знань 07 „Управління та адміністрування”

спеціальність 073 „Менеджмент”

рівень освіти – магістр

Лекція обговорена і затверджена на засіданні кафедри економіки та менеджменту
(протокол № 5 від “10” грудня 2020 року)

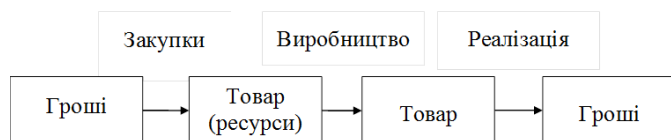
План

1. Сутність капіталу підприємства та його види
2. Вартість капіталу підприємства та порядок її визначення
3. Фінансовий і сукупний левериджі
4. Структура капіталу та її оптимізація

1. Сутність капіталу підприємства та його види

Визначення сутності капіталу як майна, що забезпечує достаток, вперше дав Арістотель. В сучасній економічній літературі не існує єдиного підходу до трактування сутності капіталу підприємства. Деякі фахівці розглядають капітал як сукупність активів, що приносять дохід їхньому власнику. Окремі науковці до поняття «капітал» не зараховують короткотермінові пасиви. Водночас економісти, які використовують бухгалтерський підхід, визначають капітал, як суму коштів, вкладених у формування його активів. Отже, капітал (головний, основний) підприємства характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів.

Індивідуальний кругообіг капіталу здійснюється за схемою:



Індивідуальний кругообіг капіталу

Класифікація капіталу підприємства за основними класифікаційними ознаками наведена у таблиці 6.1.

Формування капіталу підприємства повинно ґрунтуватися на основних принципах, поданих на рис. 6.1.

Основною метою формування капіталу підприємства є задоволення потреби у придбанні необхідних активів і оптимізації його структури з позицій забезпечення умов ефективного його використання.

Класифікація капіталу підприємства

Класифікаційні ознаки	Види капіталу
1. За належністю підприємству (джерелами формування)	власний; позичений (позиковий)
2. За місцем формування	внутрішній – сформований на підприємстві; зовнішній (залучений) – сформований з зовнішніх щодо підприємства джерел
3. За метою використання	продуктивний; позиковий; спекулятивний
4. За формою інвестування	капітал у фінансовій формі; капітал у матеріальній формі; капітал у нематеріальній формі
5. За об'єктом інвестування	основний; оборотний
6. За формою перебування в процесі кругообігу	капітал у грошовій формі; капітал у виробничій формі; капітал у товарній формі
7. За терміном залучення	довгостроковий; короткостроковий
8. За рівнем ризику	безризиковий; середньоризиковий; високоризиковий
9. За формою власності	приватний; державний
10. За організаційно-правовою формою діяльності	акціонерний; пайовий; індивідуальний
11. За використання у господарському процесі	який працює; що не працює («мертвий», непродуктивний)
12. За характером використання власниками	капітал, що споживається («проїдається»); капітал, що нагромаджується (реінвестується)
13. За джерелами формування	внутрішній; зовнішній
14. За відповідністю правовим нормам функціонування	легальний; «тіньовий»
15. За національною належністю власників	вітчизняний; іноземний
16. Відповідно до частки балансу	реальний капітал (основні та оборотні кошти); абстрактний капітал – сума пасиву балансу



Основні принципи формування капіталу підприємства

Рис. 6.1. Основні принципи формування капіталу підприємства

Загальна потреба в капіталі визначається потребою підприємства в оборотних та необоротних активах і дорівнює сумі двох груп майбутніх витрат: 1) передстартових витрат; 2) стартових витрат (капіталу).

Передстартові витрати – це витрати на розроблення бізнес-плану підприємства, фінансування пов’язаних з цим досліджень. Такі витрати мають разовий характер та є незначними за обсягом.

Стартовий капітал призначений для безпосереднього формування активів новостворюваного підприємства. Для визначення загальної потреби нового підприємства в капіталі використовують два основні методи: прямий та непрямий.

Прямий метод ґрунтується на безпосередніх розрахунках необхідної суми активів, які дадуть змогу підприємству розпочати господарську діяльність. Розрахунок потреби в активах новостворюваного підприємства здійснюють за такими їхніми видами, як основні засоби; нематеріальні активи; запаси товарно-матеріальних цінностей, що забезпечують виробничу діяльність; грошові активи; інші види активів. Необхідно враховувати альтернативні варіанти, наведені на рис. 6.2.



Рис. 6.2. Альтернативні варіанти вкладення капіталу у формування активів підприємства

Потребу в капіталі новостворюваного підприємства доцільно розраховувати в трьох варіантах:

- 1) для формування мінімально необхідної суми активів, яка дасть змогу розпочати господарську діяльність;
- 2) для формування необхідної суми активів, яка дасть змогу розпочати господарську діяльність з достатніми страховими запасами за основними видами обігових коштів;
- 3) для формування максимально необхідної суми активів, яка дасть змогу придбати у власність усі необхідні основні засоби та необхідні нематеріальні активи, а також створити достатні страхові запаси з усіх видів оборотних активів, які необхідні на початковому етапі діяльності підприємства.

Непрямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі базується на використанні показника “капіталомісткість продукції”. При чому, використовують показник середньогалузевої капіталомісткості або показник капіталомісткості на діючих підприємствах – аналогах (він є точнішим). Розрахунок здійснюють згідно формули:

$$ПК = K_{\pi} * O_{\pi} + ПВ,$$

де ПК - загальна потреба підприємства в капіталі, гр.од.;

K_{π} - капіталомісткість продукції, натур. од.;

O_{π} - середньорічний обсяг виробництва продукції, натур. од.;

ПВ - передстартові витрати, гр. од.

Власний капітал та його формування

Фінансову основу підприємства становить його власний капітал. Суму власного капіталу можна визначити за формулою:

$$ВК = А - Зоб$$

де А – активи підприємства, Зоб – зобов'язання підприємства.

Складові власного капіталу підприємства наведено на рис. 6.3.

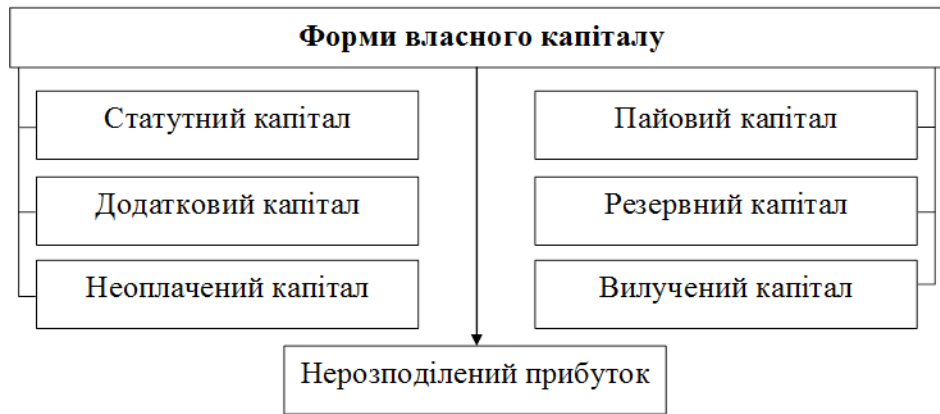


Рис. 6.3. Форми власного капіталу

Статутний капітал (статутний фонд, номінальний капітал) формують з внесків засновників. Чинне законодавство регламентує мінімальну величину статутного капіталу для господарських товариств (акціонерні товариства, *товариства з обмеженою відповідальністю* – *вже ні*, товариства з додатковою відповідальністю, повні товариства та ін.) та деяких специфічних видів діяльності, пов'язаних з фінансовими операціями (банків, страхових компаній, інвестиційних фондів та ін.). Величину статутного капіталу підприємств всіх інших організаційно-правових форм господарювання та сфер діяльності визначають засновники.

Статутний капітал фіксують в установчих документах та реєструють у державному органі реєстрації.

Величина статутного капіталу може змінюватися (збільшуватися, зменшуватися) в процесі діяльності суб'єкта господарювання, про що в обов'язковому порядку необхідно повідомляти державний орган реєстрації.

Пайовий капітал – це сукупність коштів фізичних та юридичних осіб, добровільно розміщених у товаристві для здійснення його господарсько-фінансової діяльності.

Пайовий капітал формують кредитні спілки, споживчі товариства, житлово-будівельні кооперативи, колективні сільськогосподарські підприємства.

Джерелом формування пайового капіталу є обов'язкові та додаткові пайові

внески індивідуальних та колективних членів товариств. Величину обов'язкових пайових внесків визначають загальні збори пайовиків, виходячи з потреби у власних обігових коштах. Додаткові пайові внески пайовики вносять на добровільних засадах з метою забезпечення розвитку господарської діяльності товариства.

Додатковий капітал формується з елементів, відображених на рис. У балансі емісійний дохід відображають у статті “Додатковий вкладений капітал”, решта складові додаткового капіталу – у статті “Інший додатковий капітал”.

Таблиця 6.2.

Складові додаткового капіталу

Назва складової	Зміст
Емісійний дохід	Різниця між вартістю реалізації і номінальною вартістю первісно розміщених акцій
Інший вкладений капітал	Фонд іншого вкладеного засновниками підприємства (крім акціонерних товариств) капіталу, що перевищує статутний капітал, інші внески без рішень про зміну величини статутного капіталу тощо
Дооцінка активів	Сума дооцінки (уцінки) активів, безкоштовно отриманих підприємством від інших юридичних або фізичних осіб
Безкоштовно отримані оборотні активи	Вартість необоротних активів, безкоштовно отриманих підприємством від інших юридичних або фізичних осіб
Інший додатковий капітал	Інші види додаткового капіталу

Емісійний дохід – утворення різниці між продажною і номінальною вартістю первісно розміщених акцій.

Інший вкладений капітал – фонд іншого вкладеного засновниками підприємств капіталу, що перевищує статутний капітал (крім АТ), інші внески без рішень про зміну статутного капіталу.

Дооцінка активів – утворення суми дооцінки (уцінки) активів, яку здійснюють у випадках, передбачених законодавством і положеннями бухгалтерського обліку.

Безоплатно одержані необоротні активи – утворення вартості необоротних активів, безоплатно одержаних підприємством від інших осіб.

Інший додатковий капітал – фонд інших видів додаткового капіталу.

Резервний капітал (фонд) відображає суму резервів, створених за рахунок чистого прибутку підприємства згідно чинного законодавства. Такий капітал (його ще називають страховим) використовують для покриття непередбачених витрат, збитків, погашення боргів підприємства перед кредиторами у випадку його ліквідації, виплати дивідендів за привілейованими акціями та ін.

Величина резервного капіталу та сума щорічних відрахувань на його поповнення регламентуються установчими документами. Однак резервний капітал не може становити менше, ніж 25% статутного капіталу (для акціонерних товариств - не менше ніж 15%), а щорічні відрахування – не менше 5% чистого прибутку підприємства (стаття 14 Закону України “Про господарські товариства”, «Про акціонерні товариства»).

Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) – частина прибутку, отриманого в попередньому періоді, яка не використана на споживання власниками (акціонерами, пайовиками) та персоналом, реінвестована у розвиток виробництва (капіталізована) або сума непокритого збитку.

Неоплачений капітал – частка статутного капіталу, яка ще не внесена учасниками товариства до статутного капіталу підприємства. При визначенні величини власного капіталу суму неоплаченого капіталу віднімають.

Вилучений капітал – це фактична собівартість акцій власної емісії або часток, викуплених товариством у його учасників. При визначенні величини власного капіталу суму вилученого капіталу також віднімають.

Управління власним капіталом передбачає:

- 1) забезпечення ефективного використання уже нагромадженої його частини;
- 2) ефективне поповнення обсягів власних фінансових ресурсів (капіталу) для забезпечення майбутнього розвитку підприємства.

Джерелами формування власних фінансових ресурсів підприємства є:

- а) внутрішні (прибуток, що залишається в розпорядженні підприємства, амортизаційні відрахування, інші);
- б) зовнішні (залучення додаткового пайового чи акціонерного капіталу, безповоротна фінансова допомога, інші).

Політика формування власних фінансових ресурсів передбачає вирішення таких завдань:

- вибір джерел формування власного капіталу;
- вибір ефективної амортизаційної політики;
- забезпечення максимізації формування прибутку підприємства з урахуванням допустимого рівня фінансового ризику;
- вибір схеми мінімізації податкових платежів;
- вибір форми залучення власних зовнішніх джерел фінансування (додаткова емісія акцій чи залучення додаткового пайового капіталу);
- формування ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства.

Сутність і складові позикового капіталу

Позиковий капітал характеризує обсяг фінансових зобов'язань підприємства. До позикового (залученого) капіталу підприємства належать: поточні і довгострокові зобов'язання, забезпечення, непередбачені зобов'язання, доходи майбутніх періодів.

Необхідно також зазначити, що фінансові зобов'язання можуть бути:

- конвертованими, за якими передбачено, що у разі непогашення боргу у визначений термін до кредиторів переходить певна кількість акцій. Прикладом конвертованих фінансових зобов'язань є конвертовані облігації;
- неконвертованими.

Управління залученням позикових коштів передбачає такі етапи:

1. Аналіз залучення та використання позикових коштів в попередньому періоді.
2. Встановлення цілей залучення позикових коштів в майбутньому періоді: (поповнення оборотних активів, формування інвестиційних ресурсів, забезпечення соціально-побутових потреб своїх працівників (житлове будівництво, садові ділянки), інші тимчасові потреби).
3. Встановлення граничного обсягу залучення позикових коштів (ліміту).
4. Оцінка вартості залучення позикового капіталу з різних джерел.
5. Визначення співвідношення обсягу позикових коштів, які залучаються на коротко та довготерміновій основі.

6. Визначення форм залучення позикових коштів (фінансовий кредит, фінансовий лізинг, товарний (комерційний) кредит та ін.).

7. Визначення переліку основних кредиторів.

8. Формування ефективних умов залучення кредитів (термін кредиту, відсоткова ставка, умови сплати відсотків, умови повернення основної суми боргу та ін.).

9. Забезпечення ефективного використання кредитів (забезпечення прийнятних показників оборотності та рентабельності позикового капіталу).

10. Забезпечення своєчасних розрахунків за отриманими кредитами (для великих сум кредитів підприємства можуть формувати спеціальний фонд).

Вибираючи джерела залучення позикового капіталу, варто враховувати їхні переваги та недоліки.

Ефективність використання залучених коштів можна оцінити за системою аналітичних показників, зокрема таких як: коефіцієнт концентрації залученого капіталу; коефіцієнт заборгованості; коефіцієнт співвідношення між довгостроково і короткостроково залученим капіталом; коефіцієнт залучених коштів; середній період надання кредиту; узагальнюючий коефіцієнт фінансової стійкості.

2. Вартість капіталу підприємства та порядок її визначення

Використання капіталу, сформованого з різних джерел фінансування, пов'язане з певними витратами на його залучення (дивіденди, відсотки). В зв'язку з цим використовують такий термін як “вартість” (“ціна”) капіталу.

Вартість – це відношення плати за використання фінансових ресурсів до обсягу цих ресурсів, виражене у відсотках.

Необхідність обчислення вартості капіталу зумовлена такими причинами:

1. Вартість капіталу підприємства є мірою прибутковості операційної діяльності. Це зумовлено тим, що частина прибутку повинна бути заплачена за використання сформованого чи залученого нового капіталу. Отже, вартість капіталу є мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства.

2. Показник вартості капіталу використовують для обґрунтування рішень щодо реального та фінансового інвестування (прийнятними є ті інвестиційні проекти,

рівень рентабельності яких не нижчий від вартості авансованого капіталу).

3. Вартість капіталу в розрізі окремих його елементів використовують для управління структурою цього капіталу.

4. Вартість капіталу визначає ринкову вартість підприємства (ці показники є взаємооберненими).

Щоб розрахувати вартість капіталу підприємства загалом, спочатку здійснюють поелементну оцінку капіталу, яка передбачає розкладання капіталу на окремі складові (власний та позиковий капітал, а також джерела їхнього формування) та оцінювання їхньої вартості.

Оцінка вартості власного капіталу передбачає оцінку таких його елементів:

- функціонуючого власного капіталу;
- нерозподіленого прибутку останнього звітного періоду;
- акціонерного (пайового) капіталу, який додатково залучається.

Розрахункові формули для оцінювання вартості власного капіталу підприємства наведено на у таблиці 6.3.

Таблиця 6.3.

Розрахунок вартості власного капіталу підприємства

Показник 1	Розрахункова формула 2	Використані позначення 3
1. Вартість власного капіталу, що функціонує у звітному періоді	$BBK_{\Phi} = \frac{ЧП_{\Phi}}{BK} \cdot 100\%$	$ЧП_{\Phi}$ – сума чистого прибутку, виплачена власникам підприємства у ході його розподілу за звітний період, грн; BK – середня сума власного капіталу у звітному періоді (за ринковою оцінкою), грн
2. Вартість власного капіталу, що функціонує у плановому періоді	$BBK_{\Phi_{\text{пл}}} = BBK_{\Phi} \cdot g$	g – плановий темп зростання виплат з прибутку (збільшення дивідендів) власникам на одиницю вкладеного капіталу, виражений десятковим дробом
3. Вартість нерозподіленого прибутку звітного періоду	Прирівнюють до вартості власного капіталу підприємства, що функціонує у плановому періоді.	
4. Вартість капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій	$BBK_{\text{сп}} = \frac{D_{\text{сп}} \cdot 100\%}{K_{\text{сп}} \cdot (1 - EB)}$ або $BBK_{\text{сп}} = \frac{D \cdot 100\%}{P_o \cdot (1 - EB)}$	$D_{\text{сп}}$ – загальна сума дивідендів, що виплачується на привілейовані акції, грн; $K_{\text{сп}}$ – сума капіталу, який залучається за рахунок емісії привілейованих акцій, грн; EB – витрати на емісію та розповсюдження акцій, виражені десятковим дробом відносно суми емісії; D – дивіденди, виплачені на одну привілейовану акцію, грн; P_o – ринкова ціна однієї привілейованої акції, грн.

1	2	3
5. Вартість капіталу за рахунок емісії звичайних акцій: а) згідно з моделлю Гордона б) згідно з моделлю САРМ (МОКА – модель оцінки капітальних активів)	$BVK_z = \left(\frac{D_1}{P_o \cdot (1 - EB)} + g \right) \cdot 100\%$ $BVK_z = A + \beta \cdot (R - A)$	D_1 – дивіденди на одну звичайну акцію у звітному періоді, грн; P_o – ринкова ціна акції, грн; g – темп приросту дивідендів у плановому періоді порівняно зі звітним періодом, виражений десятковим дробом A – рівень доходу за безризиковими інвестиціями; β – бета-коефіцієнт акцій підприємства; R – середньоринковий рівень доходу

Власний капітал, що відображається балансом, як правило, суттєво занижений порівняно з його поточною ринковою вартістю. Тому для ринкової оцінки суми власного капіталу виконують розрахунки за такими етапами:

Етап 1. Визначають вартість чистих активів підприємства, які характеризують ту частину його майна, яка сформована за рахунок власного капіталу:

$$ЧА = А - ПК,$$

де ЧА – вартість чистих активів підприємства, грн.;
 А – сукупна вартість активів підприємства, грн.;
 ПК – сума використаного позикового капіталу, грн.

Етап 2. Визначають склад чистих оборотних активів підприємства:

$$MOA_e = ЧА - HA_o,$$

де MOA_e – сума матеріальних оборотних активів підприємства, сформованих за рахунок власного капіталу, грн.;
 HA_o – вартість необоротних операційних активів підприємства, грн.

Етап 3. Здійснюють індексацію (переоцінку) балансової вартості елементів позаоборотних операційних активів та власних матеріальних оборотних активів. Сума переоцінених активів і буде характеризувати суму власного капіталу за ринковою оцінкою (\overline{BK}).

Слід зазначити, що використання акціонерного капіталу не забезпечує економії на податках, оскільки дивіденди сплачують з прибутку. Це підвищує його вартість.

Вартість позикового капіталу є нижчою порівняно з вартістю власного капіталу за рахунок таких чинників:

1) плату за використання позикового капіталу (відсотки) зараховують до складу валових витрат, що зменшує величину прибутку до оподаткування, і, отже, забезпечує економію на податках;

2) у разі ліквідації підприємства зобов'язання перед кредиторами повинні бути задоволені першочергово, отже, кредитори менше ризикують, ніж акціонери, тому норма прибутку на їхній капітал може бути нижчою.

Враховуючи перший чинник, у формулах для визначення вартості позикового капіталу використовують податковий коректор $(1 - C_{пп})$, де $C_{пп}$ – ставка податку на прибуток).

Наприклад, якщо підприємство сплачує за користування боргом 20%, а ставка податку 30%, то вартість боргу після сплати податку буде становити $20(1-0,3) = 14\%$. Тобто, щоб заплатити за користування фінансовими ресурсами 20%, підприємству достатньо заробити на ці позикові кошти 14% прибутку.

Позиковий капітал оцінюють за формулами, наведеними у таблиці 6.4.

Таблиця 6.4.

Розрахунок вартості позикового капіталу підприємства

Показник	Розрахункова формула	Використані позначення
1	2	3
1. Вартість банківського кредиту	$BK_{\text{б}} = \frac{BK_{\text{б}} \cdot (1 - C_{пп})}{1 - B_{\text{б}}}$	$BK_{\text{б}}$ – ставка відсотка за банківський кредит, %; $B_{\text{б}}$ – рівень витрат на залучення банківського кредиту відносно його загальної суми, виражений десятковим дробом.
2. Вартість позикового капіталу, який залучають за рахунок емісії облигацій	$BO_{\text{о}} = \frac{CK \cdot (1 - C_{пп})}{1 - EB_{\text{о}}}$	CK – ставка купонного відсотка за облигацією, %; $EB_{\text{о}}$ – рівень емісійних витрат відносно емісії, виражений десятковим дробом.
3. Вартість товарного кредиту: а) вартість товарного кредиту у формі короткотермінового відтермінування платежу; б) вартість товарного кредиту у формі довготермінового відтермінування платежу з оформлення векселя	$BTK_{\text{к}} = \frac{ЦЗ}{ПВ} \cdot 360 \cdot (1 - C_{пп})$ $BTK_{\text{в}} = \frac{BK_{\text{в}} \cdot (1 - C_{пп})}{1 - EB_{\text{в}}}$	$ЦЗ$ – цінова знижка, яка надається постачальникам у разі здійснення готівкового платежу, %; $ПВ$ – період відтермінування платежу, днів; $BK_{\text{в}}$ – ставка відсотка за вексельний кредит, %; $EB_{\text{в}}$ – рівень витрат на емісію векселя, виражений десятковим дробом відносно суми залучених коштів.
Внутрішні джерела залучення позикових коштів	Дорівнює нулеві	

Узагальнюючою оцінкою вартості капіталу є середньозважена вартість капіталу. Середньозважена вартість капіталу характеризує середній рівень витрат для підтримання економічного потенціалу підприємства за наявної структури джерел коштів.

Вихідною базою для розрахунку цього показника є дані, отримані в процесі поелементної оцінки капіталу.

Формула для розрахунку середньозваженої вартості капіталу має такий вигляд:

$$\text{СВК} = \sum_{i=1}^n C_i \cdot Y_i$$

де C_i – вартість i -го елемента капіталу, %;

Y_i – питома вага i -го елемента капіталу у загальній його сумі, виражена десятковим дробом.

Середньозважена вартість капіталу є мінімальною нормою прибутку, на яку сподіваються інвестори та кредитори.

Окрім цього, обчислюють показники:

- граничної вартості капіталу (ГВК):

$$\text{ГВК} = \Delta \text{СВК} / \Delta \text{К},$$

де $\Delta \text{СВК}$ – приріст середньозваженої вартості капіталу, %; $\Delta \text{К}$ – приріст усього капіталу, %;

- граничної ефективності капіталу (ГЕК):

$$\text{ГЕК} = \Delta \text{Р} / \Delta \text{СВК},$$

де $\Delta \text{Р}$ – приріст рівня рентабельності капіталу, %.

3. Фінансовий і сукупний левериджі

Чистий прибуток підприємства залежить: по-перше, від того, куди вкладені надані підприємству фінансові ресурси, по-друге, від структури джерел їхнього формування.

Використання позикових коштів дає змогу розширити обсяги діяльності, контролювати значні грошові потоки, реалізувати великі інвестиційні проекти. Однак це пов'язано з певними, іноді значними фінансовими витратами. Чим більшу суму відсотків сплачує підприємство, тим менший чистий прибуток. Для прийняття

рішення про оптимальне співвідношення між власними та позиковими ресурсами застосовують поняття «фінансовий леверидж» (фінансовий важіль).

Існують дві основні концепції ефекту фінансового левериджу: американська та західноєвропейська.

Американські вчені розглядають фінансовий леверидж як відсоткові зміни чистого прибутку на одну акцію, які є результатом 1% зміни прибутку до сплати відсотків за кредит та податку на прибуток.

Рівень фінансового левериджу (DFL, СФЛ – сила фінансового левериджу) можна оцінити за допомогою такої формули:

$$\text{СФЛ} = \text{Тчп} / \text{Тп},$$

де Тчп – темп зміни чистого прибутку, %; Тп – темп зміни прибутку до сплати відсотків за кредит та податку, %.

У фінансовій звітності вітчизняних підприємств не відображається такий показник, як прибуток до сплати відсотків за кредит та податку на прибуток (ЕВІТ). Достатньо близьким до цього показника може бути операційний прибуток підприємства, оскільки він є основним, а іноді і єдиним джерелом формування загального прибутку підприємства.

Здійснивши певні математичні перетворення, попередню формулу можна записати так:

$$\text{СФЛ} = \text{По} / \text{По} - \text{Вф},$$

де По – операційний прибуток, грн.; Вф – фінансові витрати (відсоткові платежі за позиковий капітал), грн.

Зазначимо, що фінансовий леверидж зазвичай зумовлений наявністю довгострокових позикових коштів, оскільки саме довгострокові джерела фінансування використовують для вирішення стратегічних завдань. Плата (фінансові витрати) за такі кошти є постійною. До таких коштів також належить капітал, залучений за рахунок емісії привілейованих акцій.

Згідно із західноєвропейською концепцією фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу (фінансової рентабельності).

Ефект фінансового левериджу відображає приріст прибутку на власний капітал

за різної частки позикових коштів, називають ефектом фінансового левєриджу. Його розраховують за формулою:

$$E\Phi Л = (1 - C_{\text{пп}}) \cdot (РА - ПВ) \cdot \frac{ПК}{ВК}, \%$$

де РА – рентабельність активів підприємства (розраховують як відношення операційного прибутку до суми активів) %;

ПВ – середня величина відсотків, які підприємство сплачує за позиковий капітал, %;

ПК – середня сума позикового капіталу;

ВК – середня сума власного капіталу;

$C_{\text{пп}}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом.

У формулі для розрахунку ефекту фінансового левєриджу виділяють три основні складові:

1) *податковий коректор фінансового левєриджу* $(1 - C_{\text{пп}})$, який показує як проявляється ефект фінансового левєриджу за різного рівня оподаткування прибутку;

2) *диференціал фінансового левєриджу* $(РА - ПВ)$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів та середнім розміром відсотка за кредит;

3) *коефіцієнт (плече) фінансового левєриджу* $\frac{ПК}{ВК}$, який характеризує суму позикового капіталу в розрахунку на одиницю власного капіталу.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти ефектом фінансового левєриджу у процесі фінансової діяльності підприємства.

Оскільки ставка податку на прибуток встановлюється законодавчо, то змінити вплив податкового коректора на ефект фінансового левєриджу можна, якщо:

- для різних видів діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- для окремих видів діяльності підприємство використовує податкові пільги з прибутку;
- окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у

державих з нижчим рівнем оподаткування прибутку.

Диференціал фінансового левіриджу є *основною умовою формування додатного ефекту фінансового левіриджу*. Цей ефект проявляється лише в тому разі, якщо рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середню величину відсотка за використувані кредитні ресурси (причому, цей відсоток повинен враховувати не лише пряму ставку за кредити, але й інші питомі витрати на його залучення, страхування та обслуговування).

На значення диференціалу фінансового левіриджу може впливати кон'юнктура фінансового ринку (підвищення вартості позикового капіталу); зниження фінансової стійкості підприємства, що спричиняє підвищення премії за ризик з боку кредиторів; погіршення кон'юнктури товарного ринку, що спричиняє зниження обсягу валового прибутку підприємства від операційної діяльності. Ці фактори можуть спричинити формування від'ємного диференціалу, що призведе до зниження рентабельності власного капіталу.

Коефіцієнт (плече) фінансового левіриджу – це важіль, який мультиплікує додатний чи від'ємний ефект, отримуваний за рахунок диференціалу фінансового левіриджу.

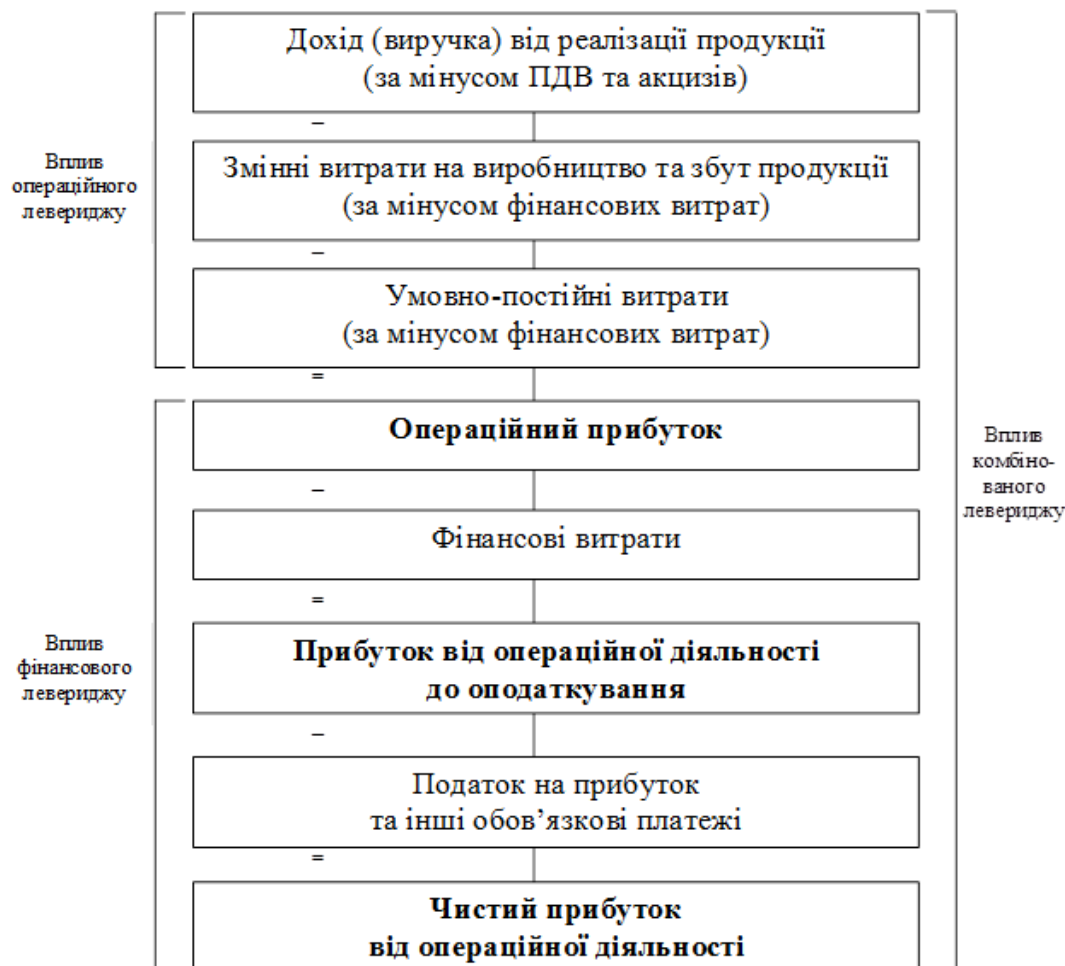
Збільшення коефіцієнта фінансового левіриджу зумовлює ще більший приріст ефекту фінансового левіриджу (додатного або від'ємного), а зниження цього коефіцієнта ще більше знижує цей ефект.

Зазначимо, що відсутність, або невелика частка довгострокових позикових коштів у загальній сумі капіталу підприємства не обов'язково свідчить про невміння його керівництва залучати фінансові ресурси із зовнішніх джерел. Така ситуація може спостерігатися на високорентабельних підприємствах, які отримують прибуток, достатній як для поточного, так і для перспективного фінансування. Однак, використання позикового капіталу дає змогу підвищити доходи власників звичайних акцій. Разом з тим, не можна надмірно збільшувати частку позикових коштів у структурі капіталу, оскільки це підвищує ризик втрати фінансової стійкості підприємства і його неможливості розраховуватися за своїми зобов'язаннями та виплачувати дивіденди акціонерам. Отже, рівень фінансового левіриджу характеризує фінансовий ризик підприємства.

Фінансовий леверидж можна застосовувати разом з операційним. Отриманий важіль називають сукупним (комбінованим) важелем.

Вплив сукупного левериджу визначають, оцінюючи взаємозв'язок трьох показників: виручки, витрат виробничого і фінансового характеру, чистого прибутку.

Взаємозв'язок цих показників відображено на рис. 6.4.



Взаємозв'язок операційного та фінансового левериджів

Рис. 6.4. Взаємозв'язок операційного та фінансового левериджів

Силу сукупного левериджу (DTL, ССЛ) можна обчислити за формулами:

$$\text{ССЛ} = \text{СОЛ} \times \text{СФЛ},$$

$$\text{ССЛ} = \text{Тчп} / \text{Тд}$$

де Тд – темп зміни доходу (виручки) від реалізації продукції у відсотках.

4. Структура капіталу та її оптимізація

Структура капіталу характеризує співвідношення власних та позикових фінансових коштів, які використовує підприємство в процесі господарської діяльності.

Формуючи структуру капіталу необхідно враховувати особливості власного та позикового капіталу (таблиця 6.5.)

Таблиця 6.5.

Переваги та недоліки використання позикового капіталу

Власний капітал	Позиковий капітал
<i>Позитивні особливості</i>	
1. Проста та залучення. 2. Вища здатність генерування прибутку (не сплачуються) відсотки. 3. Забезпечення фінансової стійкості, платоспроможності в довготерміновому періоді, зниження ризику банкрутства.	1. Широкі можливості залучення (особливо за умови високого кредитного рейтингу, наявності застави чи гарантії). 2. Забезпечення збільшення фінансового потенціалу підприємства за необхідності істотного розширення його активів та зростання темпів приросту обсягів його господарської діяльності. 3. Нижча вартість порівняно з власним капіталом (витрати з обслуговування позикового капіталу не оподатковуються). 4. Здатність генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).
<i>Негативні особливості</i>	
1. Обмеженість обсягу залучення. 2. Вища вартість порівняно з позиковим капіталом. 3. Не використовується можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових коштів.	1. Ризик зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності. 2. Генерування нижчої норми прибутку (зниження її на суму позикового відсотка). 3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. 4. Складність процедури залучення.

Структура капіталу впливає на коефіцієнт рентабельності активів та власного капіталу, визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності, формує співвідношення рівня прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства.

Фахівці в галузі фінансового менеджменту стверджують, що не існує єдиних рецептів ефективного співвідношення власного та позикового капіталу не лише для однотипних підприємств, але і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку та у разі різної кон'юнктури товарного і фінансового ринків.

Формуючи структуру капіталу необхідно враховувати такі фактори:

1. *Галузеві особливості операційної діяльності підприємства.* Підприємства з

високим рівнем фондомісткості мають нижчий кредитний рейтинг. Чим коротший період операційного циклу, тим більшою мірою можна використовувати позиковий капітал.

2. *Стадія життєвого циклу підприємства.* На ранніх стадіях життєвого циклу підприємства можуть в більшому обсязі залучати позиковий капітал (хоч вартість його може бути вищою від середньоринкової, оскільки рівень фінансових ризиків вищий), на стадіях зрілості – власний капітал.

3. *Кон'юнктура товарного ринку.* За умов несприятливої кон'юнктури товарного ринку підприємствам слід зменшувати обсяг використання позикового капіталу, а за сприятливої – збільшувати.

4. *Кон'юнктура фінансового ринку.* У разі зростання вартості позикового капіталу деференціал фінансового левериджу може набувати від'ємного значення. При зниженні цієї вартості знижується ефективність використання довготермінового позикового капіталу, отриманого раніше.

5. *Рівень рентабельності операційної діяльності.* За високого рівня рентабельності зростає кредитний рейтинг підприємства. Однак підприємство має можливість задовольнити потребу в додатковому капіталі за рахунок капіталізації більшої частини прибутку.

6. *Коефіцієнт операційного левериджу.* Якщо обсяг реалізації продукції зростає, а підприємство має низький коефіцієнт операційного левериджу (галузева особливість), то воно може збільшувати використання позикового капіталу.

7. *Ставлення кредиторів до підприємства.* Фінансово-господарське становище підприємства визначає чи кредитори конкурують за право надати підприємству кредит, чи підприємство його випрошує.

8. *Рівень оподаткування прибутку.* Чим нижчі ставки податку на прибуток, більше податкових пільг, тим меншою є різниця між використанням власного та позикового капіталу (ефект “податкового щита” при використанні позикового капіталу зменшується).

9. *Фінансовий менталітет власників та менеджерів підприємства.* Якщо власники та менеджери не схильні до високого рівня ризику, то вони вибирають консервативний підхід до фінансування діяльності підприємства, тобто в основному за

рахунок власного капіталу. За агресивного підходу позиковий капітал використовують в максимально можливому обсязі.

10. *Рівень концентрації власного капіталу.* Для збереження фінансового контролю в управлінні підприємством (контрольного пакету акцій чи контрольного обсягу пайового внеску) доцільно формувати додатковий капітал за рахунок позикового капіталу.

Оптимальна структура капіталу – це таке співвідношення власних та позикових коштів, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства.

Процес оптимізації структури капіталу передбачає виконання таких етапів:

- Аналіз капіталу підприємства
- Оцінка основних факторів, які визначають формування структури капіталу
- Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності (для здійснення розрахунків використовують механізм фінансового левериджу)
 - Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків (передбачає диференційований вибір джерел фінансування для різних частин активів підприємства)
 - Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості (здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу)
 - Формування показника цільової структури капіталу

Структуру капіталу, як правило, вибирають у межах, визначених максимально рентабельною та мінімально ризиковою структурою капіталу, враховуючи фактори, що впливають на структуру капіталу.

Спеціалісти стверджують, поза екстремальними умовами підприємству не варто вичерпувати свою позикову здатність. Завжди повинен залишатися резерв «позикової сили», щоб у разі необхідності покрити нестачу коштів кредитом без перетворення диференціала фінансового левериджу на від'ємну величину. Досвідчені фінансові менеджери США вважають, що питома вага позикових коштів у пасиві балансу не повинна перевищувати 40% (коефіцієнт фінансового левериджу має дорівнювати 0,67). У такому разі курсова вартість звичайних акцій підприємства може набути

максимального значення, що забезпечить досягнення максимальної ринкової вартості підприємства.