

8. Донецкая область в цифрах в 1990 году. Статистический сборник № 2/85. - Донецк: Облуправление статистики, 1991. – 150с.
9. Статистичний щорічник Донецької області за 2003 рік. – Донецьк: Головне управління статистики, 2004. – 376с.
10. Статистичний щорічник Донецької області за 2002 рік. – Донецьк: Облуправління статистики, 2001. – 372с.
11. Статистичний щорічник Донецької області за 2001 рік. – Донецьк: Облуправління статистики, 2002. – 356с.
12. Інвестиційна та будівельна активність в Донецькій області (1996-2004 рр.). Статистичний збірник № 03/2–12/264. – Донецьк: Головне управління статистики, 2005. – 104 с.
13. Статистичний щорічник Донецької області за 2000 рік. – Донецьк: Облуправління статистики, 2001. – 336с.

Караван Н.А.

ЕФЕКТ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРЕДЖУ В ПРОЦЕСАХ ОПТИМІЗАЦІЇ ПОЗИКОВИХ КОШТІВ

Постановка проблеми та її зв'язок із найважливішими науковими та практичними завданнями. Незадовільний фінансовий стан вітчизняних підприємств промисловості змушує їх залучати до інвестиційної діяльності позикові кошти. Формування структури джерел фінансування - це дуже складний процес, який залежить від багатьох факторів: доступності кожного джерела фінансування в той чи інший період часу, фінансового стану та перспектив розвитку підприємства, особливостей кожного окремого інвестиційного проекту та його впливу на результативність діяльності підприємства в перспективі. При цьому об'єктивно виникає проблема оптимізації структури інвестиційних ресурсів. Ця проблема розглядається багатьма вітчизняними та зарубіжними науковцями, наприклад, Бланком І.А., Майоровою Т.В., Мелкумовим Я.С., Савицькою Г.В. та ін.

Метою даної статті є дослідження існуючих методів оптимізації структури інвестицій у напрямку вибору такого з них, який дозволить визначити оптимальний обсяг позикових коштів з урахуванням факторів прибутковості власного капіталу та мінімізації фінансових ризиків.

Виклад основного матеріалу досліджень. Використання позикових коштів у якості джерел фіксування інвестиційного процесу – це об'єктивна реальність. Перед підприємствами не стає навіть такого питання залучати позикові кошти чи ні. Питання у іншому – який розмір позики може дозволити підприємство у той чи інший період часу, який розмір та вартість позики забезпечить фінансову стійкість підприємства у перспективі.

Слід підкреслити, що співвідношення основного та позикового капіталу у загальному його обсязі обумовлює рівень платоспроможності підприємства, який може бути оцінений на підставі використання цілої системи показників. Найбільш поширеними є наступні: коефіцієнт концентрації власного капіталу; коефіцієнт концентрації позикового капіталу; співвідношення позикового і власного капіталу; коефіцієнт забезпеченості за кредитами.

Фактичні значення цих коефіцієнтів були розраховані для одного із промислових підприємств м. Дніпродзержинська (аналізуєме підприємство). Результати розрахунків згруповані у таблиці 1.

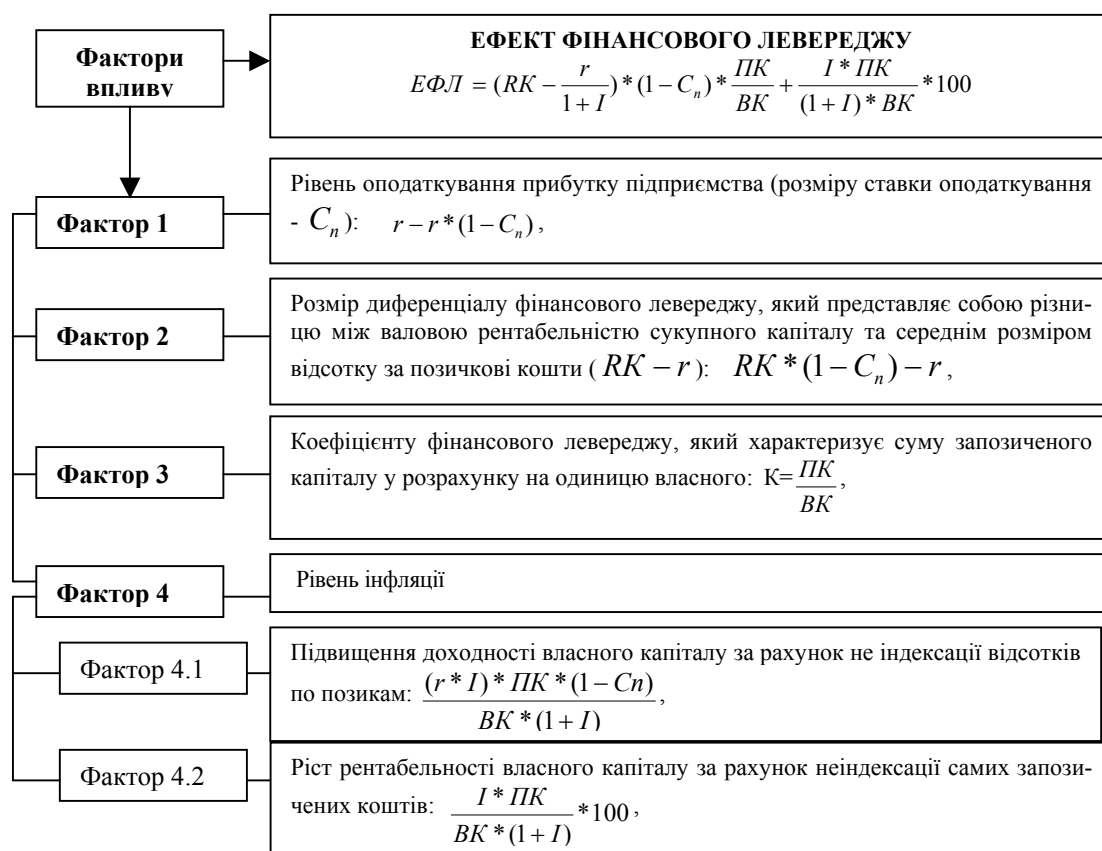
Таблиця 1. Аналіз фінансової стійкості аналізованого підприємства

Найменування показників		2004	2005	Відхилення
Позиковий капітал, тис.грн.		1774140	1388599	
	Ф1р.430	108574	81060	
	Ф1р.480	15012	20185	
	Ф1р.620	1649773	1285860	
	Ф1р.630	781	1494	
Власний капітал, тис.грн.	Ф1р.380	1303892	1752463	
Співвідношення власного та позикового капіталу		1,3606	0,7924	-0,568
Фінансовий результат, тис.грн	ф2р.170	425457	124909	
Виплати відсотків, тис.грн.	Ф3р.060	10317	11102	
Фінансові затрати, тис.грн.	Ф.2р.140	10317	11102	
Коефіцієнт забезпеченості		42,2384	12,2510	-29,987
Активи підприємства		3078032	3141062	
	Ф1.р.080	1610010	1688463	
	Ф1р.260	1465264	1442256	
	Ф1р.270	2758	10343	
Коефіцієнт концентрації власного капіталу		0,42361223	0,55792054	0,1343083
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу		0,57638777	0,44207946	-0,134308

Прокоментуємо отримані значення коефіцієнтів.

- *Коефіцієнт концентрації власного капіталу.* Чим вище значення цього коефіцієнту, тим більше фінансова стійкість підприємства, воно стабільніше й незалежніше від кредиторів. Якщо значення коефіцієнта дорівнює 1 (або 100%), це означає, що фінансування підприємства здійснюється лише за рахунок власних коштів. Підприємство вважається фінансово стійким за умови, якщо частина власного капіталу в загальній сумі фінансових ресурсів підприємства становить не менше 50%. Аналізуємо підприємство має коефіцієнт концентрації власного капіталу у розмірі 55,79 %. Позитивним є те, що за розрахунковий період часу значення цього коефіцієнту зросло на 13,43%.
- *Коефіцієнт концентрації позикового капіталу* є практично зворотнім до попереднього, тому відносно до аналізованого підприємства можна зробити аналогічні висновки. Показник концентрації позикового капіталу знижується (-13,43%), що свідчить про зменшення заборгованості підприємства, підвищення стійкості його фінансового положення.
- *Співвідношення позикового і власного капіталу.* Розрахунок співвідношення позикового і власного капіталу дає найбільш загальну оцінку фінансової стійкості підприємства. Показник має досить просту інтерпретацію: його значення, яке у 2005 р. дорівнює 0,79, означає, що на кожну 1 грн. власних коштів, вкладених в активи підприємства, припадає 79 коп. позикових коштів. Зниження показника на 0,568 свідчить про послаблення залежності підприємства від інвесторів та кредиторів.
- *Коефіцієнт забезпеченості за кредитами* дає змогу оцінити потенційні можливості підприємства відносно погашення позик. Коефіцієнт показує ступінь захищеності кредиторів від несплати відсоткових платежів. Зменшення значення коефіцієнта на 29,987 порівняно з аналогічним коефіцієнтом попереднього періоду свідчить про збільшення витрат на виплату відсотків за кредит.

Таким чином, аналіз показників платоспроможності аналізованого підприємства довів, що, по-перше, у структурі сукупного капіталу питома вага запозичених коштів досить висока, по-друге, вартість запозичених коштів є значною та перевищує рівень рентабельності власного капіталу. В цілому для підприємства проблема оптимізації структури капіталу є актуальною та значимою для сучасного етапу його розвитку.



Умовні позначення: RK - валова рентабельність сукупного капіталу, %; r - середня ставка відсотку за позикові кошти, %; C_n - ставка податку на прибуток, частках одиниці; $ПК$ - середня сума позикового капіталу, грн.; $БК$ - середня сума власного капіталу, грн.; I - темп інфляції, частках одиниці.

Рис. 1. Модель „фінансового левереджу” як основа факторного аналізу

Проведені теоретичні дослідження економічної літератури щодо питання оптимізації інвестиційних ресурсів дозволили нам зробити наступні висновки. Найчастіше для вирішення проблеми оптимізації інвестиційних ресурсів використовують ефект фінансового важеля (левереджу). При цьому подальший аналіз отриманих результатів базується на наступних міркуваннях: 1) при використанні тільки власних коштів фі-

нансовий левередж дорівнює нулю; 2) чим більшу заборгованість порівняно до власного капіталу має підприємство, тим вищий його фінансовий левередж; 3) якщо доходність інвестицій, які здійснюються із залученням позикових коштів, перевищує процент за кредит, левередж є позитивним; 4) якщо доходність з інвестицій не перевищує процент за позиковим коштом, левередж є негативним; 5) якщо інвестиції приносять доход, рівний проценту за кредит, левередж є нейтральним.

Розрахункове значення ефекту фінансового левереджу (*ЕФЛ*) обумовлюється дією наступних чинників: рівнем оподаткування прибутку підприємства; розміром диференціалу фінансового левереджа, який представляє собою різницю між валовою рентабельністю сукупного капіталу та середнім розміром відсотку за позикові кошти; коефіцієнтом фінансового левереджу, який характеризує суму запозиченого капіталу у розрахунку на одиницю власного; рівнем інфляції, який може сприяти підвищенню доходності власного капіталу за умов неіндексації відсотків по позикам та самих запозичених коштів. Структуризація показника *ЕФЛ* з метою проведення подальшого факторного аналізу наведена на рис. 1.

Використавши наведений підхід до структуризації показника *ЕФЛ* ми провели факторний аналіз цього показника для умов аналізованого підприємства. Результати проведеного аналізу наведені у таблиці 2. На жаль сам показник *ЕФЛ* має від'ємне значення -11,329 %. Найбільш вагомий вплив здійснив другий фактор – розмір диференціалу фінансового левереджу. Таким чином, проведений розрахунок ще раз довів необхідність оптимізації позикових коштів для аналізованого підприємства у напрямку забезпечення необхідного рівня його фінансової стійкості та платоспроможності.

Таблиця 2. Вихідні дані та результати факторного аналізу *ЕФЛ*

Найменування показників	Од.виміру	Розрахункові значення
<i>Вихідні дані:</i>		
Потреба в капіталі	тис.грн	3141602
Власний капітал	тис.грн	1752463
Позичковий капітал	тис.грн	1389139
Прибуток до оподаткування	тис.грн	425457
<i>Розрахункові показники:</i>		
Ефект фінансового левереджу	%	-11,329
<i>Фактор 1</i>	%	15,75
<i>Фактор 2</i>	%	-36,197
<i>Фактор 3</i>	%	0,79268
<i>Фактор 4.1</i>	%	1,10409
<i>Фактор 4.2</i>	%	3,77466

В економічній літературі у якості критеріїв оптимізації структури капіталу виділяють наступні підходи: мінімізація середньозваженої вартості сукупного капіталу; максимізація рівня прибутковості (рентабельності) власного капіталу; мінімізація рівня фінансових ризиків. На наш погляд, не можна зосереджуватися на одному із виділених підходів, треба використовувати їх у сукупності та взаємозв'язку. Це дозволить забезпечити комплексність та системність процесу оптимізації.

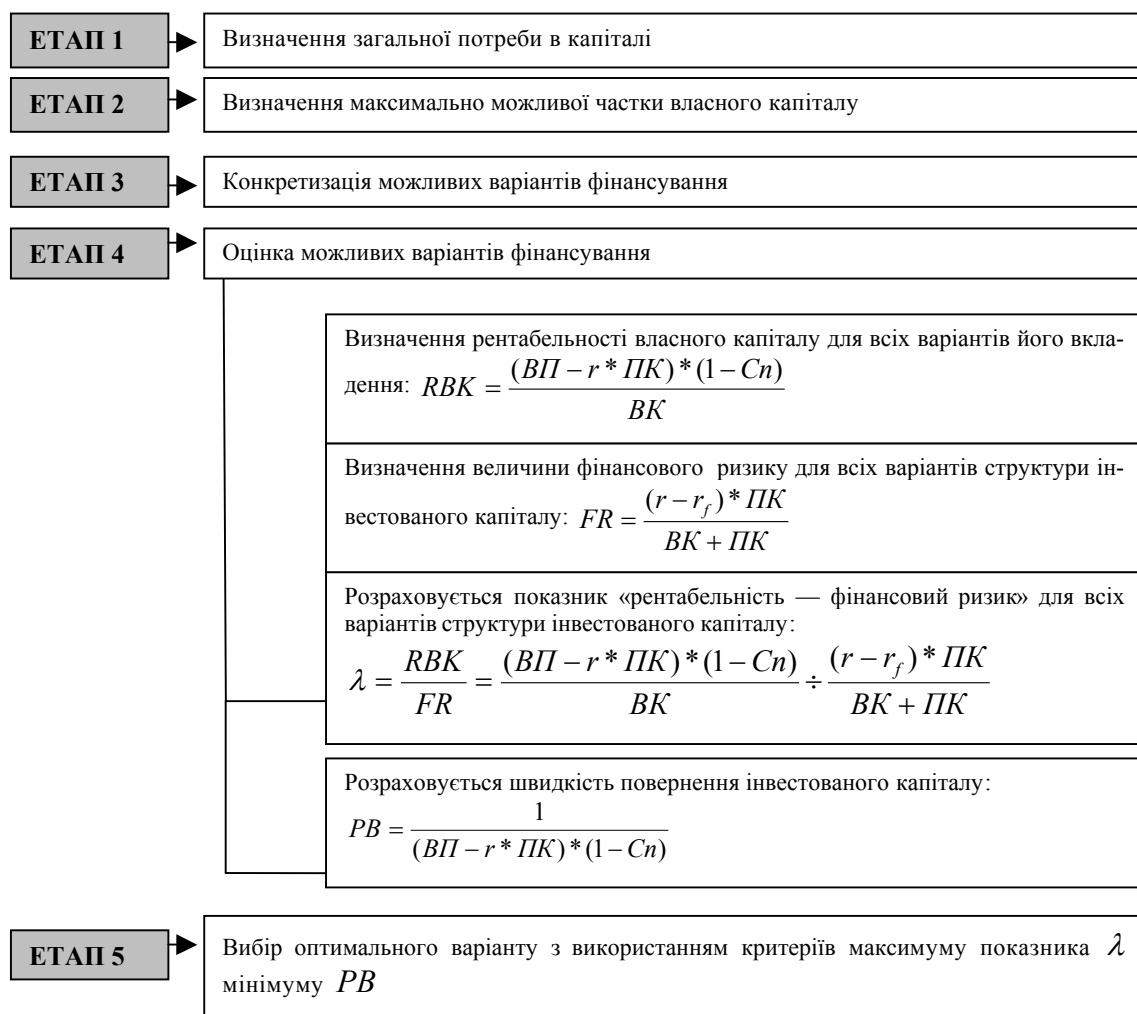
Саме тому процес оптимізації структури капіталу, що використовується в інвестиційній діяльності, слід представити як послідовне виконання наступних етапів: визначення та оцінка загальної потреби в капіталі (він повинен бути достатнім для реалізації конкретного інвестиційного заходу, інвестиційної програми); визначення максимально можливої (враховуючи сучасний фінансовий стан підприємства) частки інвестиційних ресурсів, які можуть бути профінансовані із власних джерел; конкретизація можливих варіантів фінансування інвестиційних заходів (програм); розрахунок показників рентабельності власного капіталу, фінансового ризику та швидкості повернення інвестованого капіталу для кожного виділеного варіанту фінансування; у межах між найбільшою часткою власного капіталу і його нульовим рівнем у загальному об'ємі коштів фінансування з використанням критеріїв максимуму показника „рентабельність – фінансовий ризик” мінімуму показника „швидкість повернення капіталу” визначається оптимальна комбінація коштів, необхідних для фінансування інвестицій.

Етапи процесу оптимізації представлені на рис. 2.

Наприклад, у таблиці 3 наведені результати визначення оптимальної структури загальної суми коштів, які були використані у відтворювальному процесі аналізованого підприємства.

На підставі даних таблиці 3 можна зробити наступні висновки: найкраща структура джерел фінансування інвестиційної діяльності складає: 20% позичкового та 80% власного капіталу. При такій структурі рівень фінансового ризику (0,04) та строк окупності (2,4 роки) найменші, а отже, критеріальний показник має найбільше значення — 13,029.

Висновки. Проблема оптимізації інвестиційних ресурсів, а саме визначення оптимальної рівня позикових коштів є актуальною для будь-якого підприємства, що здійснює інвестиційну діяльність. Не виключенням стало і аналізоване підприємство. Вирішення проблеми оптимізації базується на використанні ефекту фінансового левереджу. У якості критеріальних показників в процесі оптимізації структури капіталу пропонується обрати максимізацію співвідношення «рентабельність — фінансовий ризик» та мінімізацію швидкості повернення інвестованого капіталу. Включення у інвестиційний портфель проектів з максимальним значенням цього показника дозволить знизити ризик інвестиційної діяльності та підвищити її ефективність.



Умовні позначення: ВП — річна величина проектного прибутку до оподаткування і виплати відсотків;
 r_f — безризикова ставка рентабельності на фінансовому ринку, коефіцієнт.

Рис. 2. Етапи процесу оптимізації інвестиційних ресурсів

Таблиця 3. Оптимізація структури інвестицій в основні фонди

Найменування показників	Варіанти співвідношення власного та позикового капіталу					
	1	2	3	4	5	6
<i>Вихідні дані:</i>						
Потреба в капіталі з усіх джерел фінансування, тис.грн.	8750	8750	8750	8750	8750	8750
% власного капіталу	100	80	60	40	20	0
Власний капітал, тис.грн.	8750	7000	5250	3500	1750	0
% позикового капіталу	0	20	40	60	80	100
Позичковий капітал, тис.грн.	0	1750	3500	5250	7000	8750
Прибуток до оподаткування, тис.грн.	6400	6400	6400	6400	6400	6400
<i>Аналітичні показники:</i>						
Рентабельність власного капіталу	0,475	0,521	0,597	0,750	1,207	0,000
Рівень фінансового ризику	0,000	0,040	0,080	0,120	0,160	0,200
Співвідношення „Рентабельність/Фінансовий ризик”	0,000	13,029	7,467	6,249	7,545	0,000
Швидкість повернення інвестованого капіталу	2,103	2,398	2,790	3,334	4,142	5,467