

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

Питома вага провідної країни-партнера (Росії) у загальному обсязі зовнішньої торгівлі України доволі висока (29,4 % в 2012 р.) і не знижується на протязі всього періоду, що досліджувався. Як показують дослідження для Російської Федерації, Німеччини, Туреччини цей показник значно нижчий і складає приблизно 8-9% (табл. 1).

Таблиця 1

Країна	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Україна (Росія)	26,8	23,1	27,5	31,8	32,4	29,4
Росія (Німеччина)	9,6	9,2	8,5	8,4	8,7	8,8
Німеччина (Франція)	9,1	9,1	9,2	8,6	8,5	8,4
Туреччина (Німеччина)	9,5	9,5	9,8	9,6	9,8	8,8

Стратегія інтеграційного розвитку має будуватись не тільки на ритмічності і синхронності систем, а втілювати конкретні форми, насамперед інтеграції, спрямованої на зростання виробництва в конкретних галузях, з подальшою інтернаціоналізацією ринкового простору, що виявиться в збільшенні частки експорту й імпорту. Тому концепція багатополярної інтеграції полягає в можливості різношвидкісного руху в рамках глобальної економіки.

Конвергенція в економічних відносинах у міжнародному поділі праці означає синхронізацію основних макроекономічних і зовнішньоекономічних параметрів, зумовлених структурою різних за рівнем розвитку економічних систем, що адаптуються до умов єдиної для всіх глобальної економічної системи. Критерії конвергенції представляють програмно-цільові орієнтири, максимальна відповідність яким дає змогу країнам реалізувати багатополярну інтеграцію з безліччю країн одночасно в різних формах і на паритетних засадах.

Очевидно, що на шляху інтеграції України у світове господарство вже зараз необхідна більш тісна співпраця не тільки з передовими країнами, але й з тими, хто проходить той самий етап розвитку, тобто існує реальна можливість одночасно збалансувати кількісні та якісні параметри української економіки з іншими національними економіками, віддаючи перевагу власним цілям стратегічного розвитку. Очевидним є те, що у виборі пріоритетних напрямів багатополярної інтеграційної політики слід враховувати фактор значимості національних інтересів і вигод для України.

Висновки. Таким чином, пріоритетними повинні бути економічні взаємини із країнами-сусідами: Російською Федерацією, Туреччиною, Польщею, Болгарією, іншими країнами. Незважаючи на труднощі, якими супроводжується співробітництво в межах СНД, ця організація має для України важливе значення. Економічний простір СНД являє собою потенційно широкий ринок збуту українських товарів і джерело постачання необхідної сировини, енергоносіїв, машин і обладнання, товарів широкого вжитку. Як довів аналіз, треба значно скорочувати поставки з Російської Федерації до України і розширювати асортимент продукції та послуг на експорт з метою зниження порогового значення наявності загрози економічній безпеці України. Ставка повинна робитись на готову продукцію наукомісткого характеру.

З метою забезпечення економічної безпеки України доцільно розробляти і приймати щорічно Державну програму зовнішньоторговельної діяльності. Вона повинна включати: оцінку сучасного стану торговельних стосунків України з іншими країнами, прогноз торгового балансу, план експортних кредитів, що надаються під гарантії уряду або з використанням бюджетних коштів, план зовнішніх позичок та обслуговування зовнішнього боргу, перелік заходів державного зовнішньоторговельного регулювання; митні ставки та межі їхніх можливих змін, кількісні обмеження експорту та імпорту, перелік заходів щодо захисту внутрішнього ринку, валютного регулювання; щодо захисту торговельних інтересів України у випадках дискримінації її суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності на ринках окремих країн.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ:

1. Власюк О. С. Система економічної безпеки держави / [О. С. Власюк, А. І. Сухоруков, І. В. Недін та ін.]; Нац. ін-т пробл. міжнар. безпеки – К. : Стило, 2010. – 684 с.
2. Державний комітет статистики України. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>
3. Федеральная служба государственной статистики России [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.gks.ru/>
4. Федеративная республика Германия [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://www.rfwhb.de/Docs/0%20index%20page/Germany%20-%20Country%20Profile_11.07.13.pdf
5. World Bank Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.worldbank.org/>
6. World Investment Report-2013. Global Value Chains: Investment and Trade for Development http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf
7. World Economic Outlook [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org.>

ОПТИМИЗАЦИЯ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛУ КОРПОРАЦИЙ ЗА КРИТЕРИЯМИ ВАРТОСТИ КАПИТАЛУ, РИВНЕМ ФИНАНСОВИХ РИЗИКІВ ТА РЕНТАБЕЛЬНОСТІ НА ОСНОВІ ФИНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ

Сініцин О.О. аспірант кафедри міжнародних фінансів державного вищого навчального закладу "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана" (Україна)

Сініцин О.О. Оптимізація структури капіталу корпорацій за критеріями вартості капіталу, рівнем фінансових ризиків та рентабельності на основі фінансового левериджу.

В умовах світової кризи дослідження основних фінансових проблем, з якими зустрічаються транснаціональні корпорації, переглядають базові концепції та визначають пріоритетні напрямки ефективного управління фінансовою діяльністю корпорації. Діяльність компаній в умовах глобальної ринкової економіки безпосередньо залежить від об'єму фінансового капіталу та його структури. Структура капіталу корпорації, визначає рівень найбільш вагомих фінансових показників її діяльності.

Від обраної структури капіталу залежить його вартість та рівень фінансового ризику. Ефективна зміна структури капіталу є чинником збільшення віддачі на власний капітал, що виражається в перевищенні величини рентабельності власного капіталу над рентабельністю сукупних активів. Таким чином, проблема оптимізації структури капіталу є однією з найважливіших задач, що вирішуються в рамках управління капіталом корпорації і фінансовими ризиками, а вдосконалення методики формування оптимальної його структури є актуальним питанням.

Актуальність досліджень досягнення оптимальної фінансової структури капіталу визначається тим, що структура капіталу розглядається як один з найважливіших і найскладніших етапів фінансового аналізу, до того ж вирішувати проблему оптимізації необхідно індивідуально для кожної компанії. В процесі формування капіталу корпорації потрібно дотримуватись найбільш ефективного його використання шляхом збільшення оборотності власного капіталу та підвищення його рентабельності. Досягнути раціональної структури

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

капіталу можливо за допомогою методів оптимізації на основі показників оцінки структури капіталу, зокрема фінансового левериджу та середньозваженої оцінки вартості капіталу.

Ключові слова: структура капіталу корпорації, фінансовий леверидж, ефект фінансового левериджу, середньозважена вартість капіталу, фінансовий ризик, джерела капіталу корпорації, власний капітал, позичковий капітал.

Синицын А.О. Оптимизация структуры капитала корпорации за критериями стоимости капитала, уровня финансовых рисков и рентабельности на основе финансового левериджа.

В условиях мирового кризиса исследования финансовых проблем, с которыми встречаются транснациональные корпорации, переосмысливают базовые концепции и определяют приоритетные направления эффективного управления деятельности корпорации. Деятельность компаний в условиях глобальной рыночной экономики непосредственно зависит от объема финансового капитала и его структуры. Структура капитала корпорации определяет уровень наиболее значимых финансовых показателей деятельности компании.

От выбранной структуры капитала зависят его стоимость и уровень финансового риска. Эффективное изменение структуры капитала является фактором увеличения отдачи на собственный капитал, что выражается в превышении величины рентабельности собственного капитала над рентабельностью совокупных активов. Таким образом, проблема оптимизации структуры капитала является одной из важнейших задач, которые решаются в рамках управления капиталом корпорации и финансовыми рисками, при этом совершенствование методики формирования оптимальной его структуры является актуальным вопросом.

Актуальности исследований по достижению оптимальной структуры капитала определяется тем, что структура капитала рассматривается как один из важнейших и самых сложных этапов финансового анализа, к тому же решать проблему оптимизации необходимо индивидуально для каждой компании. В процессе формирования капитала корпорации следует придерживаться наиболее эффективного его использования путем увеличения оборотности собственного капитала и повышения его рентабельности. Достичь рациональной структуры капитала возможно с помощью методов оптимизации на основании показателей оценки структуры капитала, в частности финансового левериджу и средневзвешенной стоимости капитала.

Ключевые слова: структура капитала корпорации, финансовый леверидж, эффект финансового левериджу, средневзвешенная стоимость капитала, финансовый риск, источники капитала корпорации, собственный капитал, заемный капитал.

Sinitsyn O. Optimizing of corporate capital structure by cost of capital, level of financial risk and return on capital based on financial leverage.

During world crisis researches of financial problems faced by multinational corporations are based on reconsideration of basic concepts determining priority directions of effective financial management. Company's activities in conditions of global market economy directly depends on the volume of financial capital and its structure. Capital structure determines the level of the most significant financial performance indicators.

The select capital structure affects the cost of capital and the level of financial risk. An efficient change in capital structure is a factor that contributes to increasing the return on equity which expressed in return on equity exceeding return on total assets. Therefore the problem of capital structure optimization is one of major tasks solved within financial risk and corporation capital management, improving methods of forming optimal capital structure is yet a timely matter.

Actuality of achieving optimal financial capital structure is acknowledge by its being treated as one of the major and most difficult phases in financial analysis, besides requiring individual approach to every corporation. While forming corporation's capital, it is necessary to maintain its most effective allocation by improving turnover and increasing profitability of equity capital. It is possible to attain the rational capital structure by using optimization methods based on capital structure valuations such as financial leverage and weighted average cost of capital.

Keywords: corporation capital structure, financial leverage, effect of financial leverage, weighted average cost of capital, financial risk, corporation capital sources, equity capital, borrowed capital.

Аналіз останніх наукових досліджень. Аналіз літературних публікацій свідчить про великий інтерес вчених до проблем, відображених в даній статті. Різноманітні аспекти оптимізації структури капіталу тривалий час перебувають у полі зору багатьох вчених і дослідницьких інституцій.

Серед зарубіжних вчених варто зазначити праці І.О. Бланка, Р. Брейли, Ю. Бріггема, Р. Вернона, М. Гордона, Г. Грубера, В.В. Ковальова, Д. Лейбсона, Г. Марковица, Р. Мертона, М. Міллера, Ф. Модільяні, Г.В. Савицької, С.В. Сагова, Дж. Сакса, Дж. Сороса, О.С. Стоянова, Дж. Тоді, Е. Хелферта, Д. Хемитона, Дж. Ван Хорна, Е. Чонга, У. Шарпа, Дж. Штігліца, О.В. Яріша та ін. Серед вітчизняних вчених цій темі присвятили праці Д. Лук'яненко, О. Мозговий, Л. Руденко - Сударева, О. Гаврилюк, Т.В. Головки, В. Геєць, Б. Губський, З. Луцишин, В. Новицький, Є. Панченко, О. Плотніков, В.О. Подольська, О. Рогач, О. Сльозко, А. Філіпенко, І.І. Яремко та ін.

В своїх працях економісти акцентують увагу на оптимальному співвідношенні між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю компанії. Фінансовий леверидж, в свою чергу, характеризує використання запозичених засобів, які впливають на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Разом з тим, багато аспектів проблеми оптимізації структури капіталу залишаються недостатньо дослідженими. Аналітичне оцінювання наукових джерел і світових публікацій на тему структури капіталу дозволяє зробити висновок про наявність багатьох напрямів, що потребують подальших досліджень. Недостатньо розробленою в сфері використання капіталу є система показників оцінювання ефективності структури капіталу корпорацій в динамічних умовах глобального ринку.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. На сьогодні економічна теорія не може дати вичерпні відповіді на питання щодо визначення оптимального рівня фінансового левериджу. Удосконалення вимагають сучасні методологічні підходи до розвитку інструментів ризик-менеджменту транснаціональних корпорацій, насамперед з урахуванням показників фінансового левериджу.

Вклад основного матеріалу. Нині не існує єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосовуючи який транснаціональна корпорація визначала б оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом.

На думку І.О. Бланка, оптимальна структура капіталу становить таке співвідношення використання власних і позичкових коштів за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом стійкості компанії, тобто максимізується його ринкова вартість [2, 213].

В.О. Подольська та О.В. Яріш вважають, що оптимізація структури капіталу «таке співвідношення між власним і позичковим капіталом, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю компанії» [15, 355].

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.

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

Виходячи з того, що основною метою оптимізації структури капіталу є пошук оптимального співвідношення між власним і позичковим капіталом, можна сформулювати основні завдання оптимізації структури капіталу:

- формування необхідної структури капіталу, яка б забезпечила сталий розвиток компанії;
- забезпечення умов, за яких компанія отримуватиме максимальну суму прибутку.

На думку сучасних економістів[5], єдину ефективну структуру капіталу визначити неможливо. Однак можна визначити найбільш

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

раціональне співвідношення показників капіталу, що розраховуються на підставі факторів впливу, ризиків та практичного досвіду. Це максимально наблизить цільову структуру капіталу до оптимального його значення.

Аналіз економічної літератури свідчить, що більшість авторів виділяють три методи оптимізації структури капіталу.

1) оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності, що виражається через показник фінансового левериджу;

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

3) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Він пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових активів компанії: необоротних активів, оборотних активів (з розбиттям їх на постійну і змінну частини).

1. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм прогнозованої фінансової рентабельності на основі показника фінансового левериджу.

Фінансовий леверидж характеризує використання компаніями позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж – це об'єктивний фактор, який виникає із появою позичених засобів у капіталі компанії, і дозволяє отримувати додатковий прибуток на власний капітал. Фінансовий леверидж – прояв можливості впливу на рівень прибутковості корпорації, що дозволяє цілеспрямовано управляти вартістю компанії. Показник, що відображає рівень додаткового прибутку на власний капітал при різній мірі використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу.

В літературі відсутнє єдине бачення визначення фінансового левериджу. Одні вчені вважають поняття фінансового левериджу тотожним з поняттям фінансового важеля, адже дослівно леверидж з англійської перекладається як «дія важеля», інші ж розрізняють ці поняття. Думка Момота Т.В., на думку економістів, є найбільш точною: «Фінансовий леверидж означає використання боргів для фінансування інвестицій, а фінансовий важіль – це включення у структуру капіталу боргу, який дає постійний прибуток. Тобто фінансовий важіль не є тотожним поняттям, а виступає як механізм здійснення фінансового левериджу» [15, с.196-197]. За визначенням Джеймса К. Ван Хорна, «фінансовий леверидж – це використання залучених коштів із фіксованим процентом для зростання прибутку власників звичайних акцій» [6].

Також сутність фінансового важеля полягає в тому, щоб посилити вплив зміни прибутку на динаміку фінансової рентабельності, тобто у підвищенні еластичності фінансової рентабельності відносно прибутку. Фінансовий леверидж є механізмом, який характеризує використання компаніями позикових засобів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Ефект дії фінансового важеля проявляється в прирощенні рентабельності власного капіталу за рахунок використання запозиченого капіталу, незважаючи на його платність. Коли компанія бере у борг, вона зобов'язується сплачувати проценти і в майбутньому погасити суму боргу. Ці проценти вираховуються з оподаткованого прибутку і збільшують його величину для інвесторів. Однак чим більше боргів має компанія у структурі капіталу, тим вищий фінансовий ризик. Це означає, що, незалежно від рівня доходу від своїх операцій, компанія повинна сплачувати як основну суму боргу коли настає термін погашення, так і проценти за нього. Попри те, що борги забезпечують фінансовий леверидж, усе ж зростає ризик, що проценти за позики стануть дуже високими стосовно прибутків компанії.

Відношення власного капіталу до сукупних активів дає змогу регулювати частину залученого капіталу в формуванні структури капіталу компанії для зменшення ризику неплатоспроможності. Якщо в період загального спаду економічної активності компанія згортає свою діяльність, знижуються її прибутки, що збільшує імовірність несплати процентів за позичковий капітал. На думку Верланова В.В., переваги фінансового левериджу треба зіставляти із фінансовим ризиком неплатоспроможності, який зростає. Настає момент, коли приріст витрат на проценти за позику перевищує "виграш" компанії від фінансового важеля [7 с.156]. Отже, фінансовий леверидж — це «палиця з двома кінцями»: він вигідний у період економічного піднесення, але завдає збитків у період спаду економічної активності.

Показник, який відображає рівень отримання додаткового прибутку на власний капітал за рахунок різної частини використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу. Ефект фінансового левериджу, на думку Бланка, визначається за допомогою прирощення чистої рентабельності коштів, отриманих за рахунок використання кредиту. Цей показник визначається за формулою [2, с.264]:

$$E_{\Phi L} = (1 - C_{\Phi p}) \cdot (K_{BFA} - BKp) \cdot \frac{PK}{BK}$$

де $E_{\Phi L}$ - ефект фінансового левериджа, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %; $C_{\Phi p}$ - ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; K_{BFA} - коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

BKp - середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються компаніям за використання позичкового капіталу, %; PK - середня сума використовуваного компаніям позичкового капіталу;

BK - середня сума власного капіталу компанії.

У формулі можна виділити три основні складові:

1. Податковий коректор фінансового левериджу $(1 - C_{\Phi p})$, який показує в якій мірі проявляється ефект фінансового левериджа у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. Диференціал фінансового левериджу $(K_{BFA} - BKp)$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит.

3. Коефіцієнт фінансового левериджу $(\frac{PK}{BK})$, який характеризує суму позичкового капіталу, використовуваного компаніям, з розрахунку на одиницю власного капіталу.

Податковий коректор $(1 - C_{\Phi p})$ показує, як саме виявляється $E_{\Phi L}$ у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку. Не зважаючи на те, що даний показник практично не залежить від діяльності компанії (тому що ставка податку на прибуток встановлюється законодавством), компанія може вплинути на показник у таких випадках:

- якщо за різними видами діяльності компанії встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- якщо за окремими видами діяльності компанія використовує податкові пільги щодо прибутку;
- якщо окремі дочірні фірми компанії здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- якщо 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.

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

Диференціал фінансового левериджу ($KBP_A - EK_p$) характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит. Саме ця складова показує, чи приносять залучені кредити прибуток або збитки на власний капітал.

Додатковий прибуток виявлятиметься тільки у разі позитивного значення диференціала. Такий ефект виявлятиметься тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що генерується активами компанії, перевищує середній розмір відсотка за використовуваний кредит. При негативному значенні диференціала фінансового левериджу використання компаніями позичкового капіталу дає негативний ефект, тобто спричиняє втрати.

Це пов'язано з тим, що і коефіцієнт валової рентабельності активів (KBP_A), і середня відсоткова ставка за кредит (EK_p) є відносними показниками. Перший показує скільки гривень валового прибутку генерує кожна гривня активів компанії. Другий – скільки гривень процентів виплачує компанія за кожну гривню позикових коштів у формі банківських кредитів. Якщо KBP_A більше, ніж EK_p – кредити генерують прибуток на власний капітал; якщо KBP_A менше, ніж EK_p – 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 диференціала залучені кредити, замість додаткового прибутку, генеруватимуть збитки. Річ у тім, що в цьому випадку, в принципі 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.

В цілому, залучення нових кредитів при негативному значенні диференціалу, має сенс лише в тому випадку, коли нові залучені кредити підвищать KBP_A (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 по збільшенню коефіцієнта валової рентабельності активів за рахунок збільшення валового прибутку та зниження суми активів.

У зв'язку з тим, що показник диференціала фінансового левериджу має високу динамічність, це вимагає постійного моніторингу у процесі управління ефектом фінансового левериджу. Такий динамізм обумовлений дією ряду чинників. Передусім, в період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (в першу чергу, скорочення об'єму пропозиції на ринку вільного капіталу) вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, генерованого активами компанії. 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 цього ризику (а відповідно і рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля (при якому використання позичкового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу) і навіть 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) [16, с. 435].

В період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується об'єм 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 компаніям позичкового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, який мультиплікує позитивний або негативний ефект, що отримується за рахунок відповідного значення його диференціала. При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу викликатиме ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджу призводитиме до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Знання механізму дії фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу компанії.

Широта практичного застосування механізму фінансового левериджу також обумовлюється тим, що цей показник можна розрахувати не тільки в цілому, за всім обсягом позичкового капіталу, але і в розрізі кожного з його джерел (короткостроковими, довгостроковими кредитами та ін.).

Необхідно відзначити, що західні економісти вважають оптимальним значення фінансового левериджу на рівні 30-50%. На їх думку, якщо кредит приносить менше 30% додаткового прибутку, то залучення таких кредитів не є оптимальним рішенням. В той же час при значенні більше 50% – у компанії підвищуються фінансові ризики [14].

2. Модель оптимізації структури капіталу за критерієм вартості капіталу.

Оптимальною називається така структура капіталу, за якої досягається максимальна вартість корпорації на фінансовому ринку за мінімальної ціни капіталу. Не може бути загальних рекомендацій для досягнення оптимізації в структурі капіталу. Кожна корпорація прагне до ідеалу. Але в умовах ризику і невизначеності він, очевидно, недосяжний, або ідеальне співвідношення з'являється на якийсь певний період. Проте фінансові менеджери завжди будуть прагнути залучити капітал за нижчою ціною і намагатися підвищити курс корпоративних цінних паперів на фінансовому ринку. Для визначення оптимальної структури капіталу використовується формула середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital — WACC) [18].

$$WACC = \frac{D}{V} (D + R_d) (1 - T) + \frac{E}{V} (R_e)$$

де $\frac{D}{V}$ — коефіцієнт боргу (боргового навантаження на капітал корпорації); $\frac{E}{V}$ — частка власного капіталу у капіталі корпорації; R_d — процентна ставка за боргом; R_e — вартість акціонерного капіталу;

T — податкова ставка.

Формула використовується для визначення оптимізації структури капіталу в тих випадках, коли до складу капіталу корпорації вводиться борг. У випадку, коли джерела формування капіталу диференційовані (наприклад, фінансування проекту здійснюється за рахунок випуску нових акцій, боргових зобов'язань, нерозподіленого прибутку й інших джерел) – коефіцієнт WACC набуває вигляду:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

де W_i — питома вага джерела у формуванні структури капіталу; R_i — процентна ставка за джерелом.

Метод широко застосовується для визначення джерела фінансування капітальних вкладень, в основному в реальний капітал. У даному випадку визначається ефективність майбутніх капітальних вкладень. Завдання фінансових менеджерів полягатиме в тому, щоб сформувати таку структуру джерел, яка забезпечувала б мінімальні витрати, тобто мінімальний процент за залученим капіталом.

3. Модель оптимізації структури капіталу за критерієм рівня фінансових ризиків.

Модель передбачає диференційований вибір джерел фінансування різних складових активів компанії. При її застосуванні всі

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

активи компанії розподіляються на три групи:

1) необоротні активи;
2) постійна частина оборотних активів, яка є незмінною частиною сукупного розміру оборотних активів, що не залежить від сезонних та інших коливань обсягу операційної діяльності, не пов'язана з формуванням запасів сезонного зберігання, дострокового завезення та цільового призначення. Іншими словами, вона розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний компанії для здійснення поточної операційної діяльності;

3) змінна частина оборотних активів пов'язана із сезонним зростанням обсягу реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди діяльності компанії товарних запасів сезонного зберігання, дострокового завезення й цільового призначення. У складі цієї змінної частини оборотних активів виокремлюють максимальну і середню потребу в них.

У цьому випадку оптимальна структура капіталу буде залежати від обраної компанією політики фінансування активів, яка включає:

а) консервативний підхід до фінансування активів - припускає, що за рахунок власного й довгострокового позичкового капіталу мають фінансуватися необоротні активи, постійна частина оборотних активів і половина змінної частини оборотних активів. Друга половина змінної частини оборотних активів має фінансуватися за рахунок короткострокового позичкового капіталу. Така модель фінансування активів забезпечує високий рівень фінансової стабільності компанії у процесі його розвитку;

б) помірний (або компромісний) підхід до фінансування активів припускає, що за рахунок власного і довгострокового позичкового капіталу мають фінансуватися необоротні активи й постійна частина оборотних активів, в той час як за рахунок короткострокового позичкового капіталу - весь обсяг змінної частини оборотних активів. Така модель фінансування активів забезпечує прийнятний рівень фінансової стабільності компанії;

в) агресивний підхід до фінансування активів припускає, що за рахунок власного й довгострокового позичкового капіталу мають фінансуватися тільки необоротні активи, тоді як всі оборотні активи мають фінансуватися за рахунок короткострокового позичкового капіталу (за принципом: поточні активи мають відповідати поточним зобов'язанням). Така модель фінансування активів створює серйозні проблеми в забезпеченні платоспроможності й фінансової стабільності компанії, хоча дає змогу здійснювати операційну діяльність із мінімальною потребою у власному капіталі.

Залежно від ставлення до фінансових ризиків власники або менеджери компанії обирають один із розглянутих варіантів фінансування активів.

Висвітлені моделі оптимізації структури капіталу (таблиця 1) дозволяють суттєво оптимізувати структуру капіталу та отримати ефект від використання кредитів. Розглянуті методи дають можливість врахувати різні критерії оптимізації структури капіталу і приймати обґрунтовані управлінські рішення щодо фінансової політики компанії.

Існуючі методи оптимізації структури капіталу є неефективними, оскільки до уваги беруть лише один показник, у той час, як необхідно враховувати комплекс показників, які відображають результати діяльності компанії.

Метод оптимізації цільової структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності дає можливість знайти лише оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо використовувати тільки його, то аспект достатності власних засобів для нормального функціонування компанії – її платоспроможність – може бути неприпустимо заниженою.

До підвищення фінансових ризиків призводить також і мінімізація середньозваженої вартості капіталу. Як і в попередньому методі, передбачається зростання питомої ваги позикових коштів, вартість яких переважно нижча за вартість власного капіталу. На противагу цим двом методам мінімізація рівня фінансових ризиків має на меті підвищення фінансової стійкості компанії і незалежності від зовнішніх джерел фінансування, але не створює передумов для подальшого розвитку.

Таким чином, кожна методика оптимізації структури капіталу потребує подальшого дослідження й удосконалення, оскільки результати аналізу можуть давати суперечливі дані.

Таблиця 1

Порівняння методів визначення оптимальної структури капіталу корпорації				
Метод	Сутність	Розрахунок	Переваги	Недоліки
За критерієм максимізації прогнозованої фінансової рентабельності	Базується на розрахунку ефекту фінансового левериджу: компанія зацікавлена в зростанні рентабельності активів і рентабельності власного капіталу	$R_{ФЛ} = (1 - \text{СП}_p) \cdot \text{OKDPA} - \text{BK}_p) \cdot \frac{PK}{BK}$	Дозволяє рахувати зростання вартості власного капіталу, визначити фінансову стійкість та ступінь фінансового ризику, використовується для визначення сукупного ризику підприємства.	На основі даного методу неможливо визначити співвідношення власного і позичкового капіталу.
За критерієм мінімізації вартості капіталу	Заснований на попередній оцінці вартості власного та позичкового капіталу при різних умовах його залучення	$WACC = \sum_{i=1}^n W_i R_i$ $WACC = \frac{D}{V} (D \cdot R_d) \cdot (1 - T) + \frac{E}{V} (R_e)$	Дозволяє вибрати найдешевше співвідношення між джерелами фінансування компанії	У формулі WACC не відображені галузеві і інші види ризиків. Складність при розрахунку WACC полягає в розрахунку ціни одиниці капіталу, одержаного з конкретного джерела фінансування.
За критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків	Заснований на диференційованому виборі джерел фінансування складових частин активів компанії, в залежності від власного ставлення засновників та менеджменту до фінансових ризиків	Всі активи: необоротні і оборотні (постійні і змінні)	Дозволяє оптимізувати джерела фінансування капіталу компанії, визначити політику фінансування активів, визначити співвідношення між джерелами фінансування капіталу	Застосовується для визначення співвідношення лише між постійними джерелами фінансування (оборотними і необоротними активами), не розкриває співвідношення між власним і позичковим капіталом

Найбільш раціональним, щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу компанії, може бути

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ И ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

метод, в основе якого відбувається одночасна максимізація зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості. Тобто за цим підходом будуть конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної структури капіталу за критерієм збереження або забезпечення фінансової стійкості компанії, а також здійснюватимуться прогностичні розрахунки рентабельності власного капіталу компанії.

Також у процесі оптимізації структури капіталу доцільним є використання виробничо-фінансового левериджу, який синтезує такі показники як розмір виручки, виробничі і фінансові видатки, а також чистий прибуток.

Практичне значення такого підходу полягає в тому, що на основі одночасного урахування виробничих і фінансових ризиків компанії, а також індивідуальних особливостей його діяльності, існує можливість цілеспрямованого управління структурою капіталу задля забезпечення його фінансової безпеки.

Отже, дослідження поняття методики оптимізації структури капіталу дало змогу зробити такі **висновки**:

1. Оптимізація структури капіталу – це важливий етап стратегічного аналізу капіталу, який полягає у визначенні такого співвідношення між вартістю власного капіталу корпорації та вартістю коштів, залучених на основі повернення їх у майбутньому, що залучаються на основі їх повернення, за якого досягається максимальна ефективність діяльності компанії.

2. У процесі оптимізації структури капіталу необхідно враховувати кінцевий результат діяльності компанії, тобто фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування.

3. Оптимальне співвідношення між власним і позичковим капіталом визначається для кожного компанії індивідуально в залежності від її особливостей.

4. Під час розрахунку оптимального співвідношення власного та позичкового капіталу необхідно враховувати не тільки вже відпрацьовані методи оптимізації структури капіталу, але й показники резерву капіталу, рентабельності капіталу та кредитоспроможності компанії.

5. Існує фінансовий важіль, за допомогою якого керівник і менеджер можуть впливати на діяльність компанії. Фінансові важелі управління та фінансові коефіцієнти тісно пов'язані між собою. Фінансовий леверидж характеризує пасив балансу, відображаючи проблеми структури капіталу.

6. Фінансовий леверидж виникає у разі використання компаніями позикових засобів фінансування, плата за які постійна. Фінансовий леверидж має місце, коли компанія залучає позичковий капітал. Іншими словами, за рахунок позичкового капіталу компанія підвищує ефективність використання власного капіталу. Високий фінансовий леверидж вказує на високий рівень ризику, що може призвести до банкрутства компанії.

7. Найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу компанії може бути метод, в основі якого відбувається одночасна максимізація зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості. Мають бути конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної структури капіталу за критерієм забезпечення фінансової стійкості компанії, прогнозованої рентабельності власного капіталу.

СПИСОК ДЖЕРЕЛ:

1. Базилінська О. Я. Фінансовий аналіз: теорія та практика: навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / О. Я. Базилінська. - К.: Центр учбової літератури, 2009. - 328 с.
2. Бланк И. А. Управление формированием капитала [Текст]//И.А. Бланк – К.: Ника-Центр, Сьлга, 2002. – 512с.
3. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: [учеб. пособ.] / И. А. Бланк. - К.: Ника-Центр, Зьлга, 2001. - 528 с.
4. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы. - Спб.: Питер, 2002. - 544 с.
5. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент: 10-е изд. // Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. – Спб.: 2009. — 960 с.
6. Ван Хорн, Джеймс, К., Вахович, мл., Джон, М. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д.Вильямс», 2006
7. Верланов Ю.Ю. Фінансовий менеджмент: навчально-методичний посібник [Текст]// Ю.Ю. Верланов – Миколаїв: МДГУ ім. Петра Могили, 2006. – 344 с.
8. Головкин, Т. В. Стратегічний аналіз : навч.-метод. посіб. / Т. В. Головкин, С. В. Сагова; за ред. М. В. Кужельного. – К. : КНЕУ, 2002. – 198 с.
9. Давыдова, Г. В. Методика количественной оценки риска банкротства предприятий / Г. В. Давыдова, А. Ю. Беликов // Упр. риском. – 1999. – № 3.
10. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью [Текст]// В. В. Ковалев - М.: Проспект, 2007. - 336 с.
11. Крамаренко, Г. О. Фінансовий аналіз : підручник / Г.О. Крамаренко, О.С. Чорна. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 392 с.
12. Момот Т.В. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник [Текст]//Т.В. Момот, В.О. Безугла, Ю.О. Тараруєв, М.В. Кадничанський, І.Г. Чалий/ за ред. Момот Т.В. – К.: Центр учбової літератури, 2011.-712 с.
13. Назарова Г. В. Фінансовий леверидж в оптимізації структури капіталу акціонерного товариства / Г. В. Назарова, В. Лаптев // Економіка розвитку. - 2006. - № 1 (37). -С.58-60.
14. Наумова, Н. В. Эффективное управление капиталом и источниками его покрытия на промышленных предприятиях региона / Н. В. Наумова, Б. И. Герасимов, Л. В. Пархоменко. – Тамбов : ТГТУ, 2004. – 104 с.
15. Подольська, В. О. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / В. О. Подольська, О.В. Яріш. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 488 с.
16. Савицкая Г.В. Экономический анализ: 11-е издание с исправлениями и дополнениями [Текст]//Г.В.Савицкая – М.: Новое знание, 2005 – 651 с.
17. Стоянова Е. А. Финансовый менеджмент: теория и практика: [учеб.] / Е. А. Стоянова. - М.: Ин-т фин. менеджмента, 2007. - 656 с.
18. Уолли К. Ключевые показатели менеджмента. — М.: Дело, 2000. — С. 146—147.
19. Яремко, І. Й. Управління капіталом компанії: економічний і фінансовий інструментарій : монографія / І. Й. Яремко. – Л. : Каменяр, 2006. – 176 с.

РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ БАНКІВСЬКОГО СЕКТОРУ КРАЇН ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ЧЕРЕЗ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Сніжко Д.В., аспірант кафедри міжнародної економіки Донецького національного університету (Україна)

У багатьох країнах Європейського союзу банківські кризи або банкрутства найбільших системоутворюючих фінансових структур стали додатковим стимулом для реструктуризації й процесу злиттів та поглинання місцевих і міжнародних європейських банків. Незважаючи на економічний спад, угоди по злиттям і поглинанням (M&A) залишаються потужним інструментом розвитку європейського банківського сектору й змін в його структурі. Умови після глобальної фінансової кризи змушують банки укрупнювати капітал заради більш ефективного його використання й подальшого розвитку. Одним з визначальних факторів подальшого розвитку банківської сфери ЄС на даний момент залишається стан економік Греції, Іспанії, Італії, Португалії та Кіпру. Досить активно доводиться брати участь в угодах по злиттям і поглинанням у фінансовому секторі державі, що традиційно виступає кредитором "останньої надії", викупуваючи або сануючи проблемні банки. Держава активно підтримує великі банки, які з будь-яких причин опинилися на межі банкрутства.