

7. Віктор Котусенко. Український бізнес готовий до соціальної відповідальності. Чи готові українські журналісти до цієї готовності? // Деловой — <http://www.delovoy.com.ua/>

8. Наталья Нагорная. Украинский бизнес может быть социально активным // Деловая неделя. — № 22 (10—16 июня 2004 г.).

Стаття надійшла до редакції 14.03.2008

УДК 338.26.015

Ю. В. Литюга, аспірантка,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»

ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ХІМІЧНИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ

АНОТАЦІЯ. В статті розкрито структуру інвестиційних ресурсів хімічних підприємств України. Визначено переваги та недоліки залучення позикових коштів та вплив фінансового левериджу на фінансову рентабельність підприємства. Розглянуто теоретичні підходи до формування оптимальної структури інвестиційних ресурсів та фактори впливу на неї.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Інвестиційний потенціал, інвестиційні ресурси, фінансовий леверидж, оптимальна структура інвестиційних ресурсів, теорії структури капіталу

У процесі відтворення всіх елементів виробничої структури та накопичення ресурсів, підприємство формує свій інвестиційний потенціал. Інвестиційним потенціалом є максимально можливий обсяг внутрішніх та зовнішніх інвестицій, необхідний та достатній для забезпечення економічної спроможності підприємства, в умовах раціонального використання виробничих потужностей, фінансових та трудових ресурсів, необхідної інвестиційної активності та привабливості при відповідній фазі життєвого циклу підприємства.

Під інвестиційними ресурсами слід розуміти економічні ресурси, що перебувають у будь-якій формі (матеріальній, нематеріальній, фінансовій) і можуть бути вкладені в разі потреби в той чи інший інвестиційний проєкт. Інвестиційні ресурси підприємства за джерелом походження поділяються на власні та позикові.

Власні інвестиційні ресурси є основними. До них належить прибуток, що залишається у розпорядженні підприємства після

сплати податків та інших обов'язкових платежів; амортизаційні відрахування; раніше виконані довгострокові фінансові вкладення; реінвестований прибуток шляхом продажу частини основних фондів; страхована сума відшкодування основних збитків, викликаних втратою майна; частка зайвих оборотних активів, що іммобілізується в інвестиції.

Їх перевагами у порівнянні позиковими коштами є простота та швидкість залучення, висока віддача за критерієм норми прибутковості капіталу. Використання власних ресурсів істотно знижує ризик неплатоспроможності і банкрутства підприємства при тому, що управління при його залученні зберігається в руках акціонерів та засновників підприємства.

Важливими інвестиційними ресурсами є позикові кошти: довгострокове кредитування, емісія облігацій, цільовий державний кредит, податковий кредит, інвестиційний лізинг. Позиковий капітал характеризується такими позитивними особливостями, як широкі можливості залучення; нижчою вартістю завдяки забезпеченню ефекту фінансового левериджу; здатністю сприяти приросту фінансової рентабельності. Водночас використання позикового капіталу має такі недоліки, як ризик зниження фінансової стійкості і втрата платоспроможності підприємства, висока залежність вартості позичкового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку, складність процедури залучення коштів.

Дослідження структури інвестиційних ресурсів показало (табл. 1), що для основних хімічних підприємств України є характерним низький рівень використання позикових коштів.

Таблиця 1

**СТРУКТУРА ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВ
ХІМІЧНОЇ ПРОМИСЛОВОСТІ УКРАЇНИ У 2005—2006 рр.**

| Показник | 2005 р. | | 2006 р. | |
|-----------------------|------------------------------|----------------------|------------------------------|----------------------|
| | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % |
| | ВАТ Дніпро «АЗОТ» | | | |
| I. Власний капітал | 1 256 360,60 | 75,9 | 1 298 894,20 | 76,1 |
| II. Позиковий капітал | 398 302,60 | 24,1 | 408 385,70 | 23,9 |
| короткостроковий | 277 325,90 | 16,8 | 111 549,30 | 6,5 |
| довгостроковий | 120 976,70 | 7,3 | 296 836,40 | 17,4 |
| Сукупний капітал | 1 654 663,20 | 100,0 | 1 707 279,90 | 100,0 |

Продовження табл. 1

| Показник | 2005 р. | | 2006 р. | |
|-----------------------|------------------------------|----------------------|------------------------------|----------------------|
| | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % |
| | ВАТ «ОПЗ» | | | |
| I. Власний капітал | 1 384 674 | 95,0 | 1 479 264 | 96,7 |
| II. Позиковий капітал | 73 558 | 5,0 | 49 900 | 3,3 |
| короткостроковий | 66 175 | 4,5 | 40 888 | 2,7 |
| довгостроковий | 7 383 | 0,5 | 9 012 | 0,6 |
| Сукупний капітал | 1 458 232 | 100,0 | 1 529 164 | 100,0 |
| | ВАТ «Рівнеазот» | | | |
| I. Власний капітал | 371 805 | 52,4 | 340 094 | 45,7 |
| II. Позиковий капітал | 338 377 | 47,6 | 404 772 | 54,3 |
| короткостроковий | 218 516 | 30,8 | 246 606 | 33,1 |
| довгостроковий | 119 861 | 16,9 | 158 166 | 21,2 |
| Сукупний капітал | 710 182 | 100,0 | 744 866 | 100,0 |
| | ВАТ «Концерн Стирол» | | | |
| I. Власний капітал | 1 729 903,60 | 60,3 | 1 823 032,20 | 55,8 |
| II. Позиковий капітал | 1 138 801,00 | 39,7 | 1 441 500,10 | 44,2 |
| короткостроковий | 507 534,90 | 17,7 | 810 234,00 | 24,8 |
| довгостроковий | 631 266,10 | 22,0 | 631 266,10 | 19,3 |
| Сукупний капітал | 2 868 704,60 | 100,0 | 3 264 532,30 | 100,0 |
| | ВАТ «Сумихімпром» | | | |
| I. Власний капітал | 438 092 | 64,4 | 438 683 | 57,6 |
| II. Позиковий капітал | 241 838 | 35,6 | 323 374 | 42,4 |
| короткостроковий | 145 573 | 21,4 | 196 778 | 25,8 |
| довгостроковий | 96 265 | 14,2 | 126 596 | 16,6 |
| Сукупний капітал | 679 930 | 100,0 | 762 057 | 100,0 |

Закінчення табл. 1

| Показник | 2005 р. | | 2006 р. | |
|-----------------------|------------------------------|----------------------|------------------------------|----------------------|
| | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % | Абсолютне значення, тис. грн | Відносне значення, % |
| | ВАТ «ДАК»Титан» | | | |
| I. Власний капітал | 409 036 | 93,3 | 407 196 | 97,8 |
| II. Позиковий капітал | 29 206 | 6,7 | 9 114 | 2,2 |
| короткостроковий | 23 852 | 5,4 | 9 114 | 2,2 |
| довгостроковий | 5 354 | 1,2 | 0 | 0,0 |
| Сукупний капітал | 438 242 | 100,0 | 416 310 | 100,0 |
| | ВАТ «АЗОТ» м.Черкаси | | | |
| I. Власний капітал | 1 169 397,70 | 66,6 | 1 269 719,80 | 72,6 |
| II. Позиковий капітал | 585 169,70 | 33,4 | 479 932,40 | 27,4 |
| короткостроковий | 490 530,90 | 28,0 | 386 006,20 | 22,1 |
| довгостроковий | 94 638,80 | 5,4 | 93 926,20 | 5,4 |
| Сукупний капітал | 1 754 567,40 | 100,0 | 1 749 652,20 | 100,0 |

Частка власних коштів у структурі інвестиційних ресурсів становить у середньому по розглянутих підприємствах 73 %. До того ж інвестиційні ресурси, що залучаються й іншими підприємствами в Україні, переважно базуються на внутрішніх джерелах. Низький рівень використання позикових коштів впливає на ефект фінансового левериджу. Визначення фінансового левериджу дозволяє максимізувати рівень рентабельності власного капіталу за заданим рівнем фінансового ризику.

Ефект фінансового левериджу — це показник, який відображає рівень можливості отримання додаткового прибутку на власний капітал при різній частці використання позикового капіталу підприємством.

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{Спп}) \times (\text{КВРа} - \text{ПК}) \times \frac{\text{ЗК}}{\text{ВК}},$$

де ЕФЛ — ефект фінансового левериджу, який полягає у прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %;

Спп — ставка податку на прибуток, що виражена десятковим дробом;

КВРа — коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

ПК — середній розмір процентів за кредит, що сплачує підприємство за використання позикового капіталу, %;

ЗК — середня сума позиченого капіталу, що використовується підприємством;

ВК — середня сума власного капіталу підприємства.

У наведеній формулі можна виділити три основні складові [1].

1. Податковий коректор фінансового левериджу ($1 - \text{Спп}$), що показує, якою мірою проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. Диференціал фінансового левериджу ($\text{КВРа} - \text{ПК}$), що характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і розміром відсотків за позикові ресурси. Диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Ефект проявляється тільки в тому випадку, коли рівень валової рентабельності активів перевищує розмір відсотків за кредит. Значення диференціалу фінансового левериджу повиненно бути позитивним та максимальним.

3. Коефіцієнт фінансового левериджу $\left(\frac{\text{ЗК}}{\text{ВК}} \right)$, що характеризує суму позиченого капіталу, який використовує підприємство, із розрахунку на одиницю власного капіталу.

Обсяг використання інвестиційних ресурсів підприємства обумовлений не тільки вартістю інвестицій залежно від їх джерел, а й необхідністю формування їх оптимальної структури.

Оптимальною структурою інвестиційних ресурсів є та, що забезпечує найбільшу ефективність пропорційності між коефіцієнтом рентабельності активів підприємства та коефіцієнтом його фінансової стійкості, тобто визначає таке співвідношення використання власних та позикових коштів, яке максимізує ринкову вартість підприємства.

У науковій літературі проблема оптимізації інвестиційних ресурсів підприємства здебільшого розглядалась як тотожне поняття з оптимізацією структури капіталу підприємства. Вивченню проблеми оптимізації структури капіталу приділялось багато уваги різними вченими. Першим науковим підходом до оптимізації структури капіталу був традиційний. Відповідно до нього вартість капіталу підприємства залежить від його структури. Оптимальна структура мінімізує середньозважену вартість капіталу та одночасно максимізує ринкову вартість підприємства. Загальна

вартість капіталу розглядається як сума вартостей його складових: власного та позикового капіталу. Залежно від співвідношення цих ресурсів вартість кожного з них змінюється.

Традиційний підхід передбачає, що ринкова вартість підприємства, яке використовує позиковий капітал може бути вищою у порівнянні з вартістю підприємства, яке використовує тільки власні ресурси, оскільки це пов'язано з різною вартістю ресурсів.

Більш низька вартість позикового капіталу відносно власного пояснюється різним рівнем ризику, властивого цим капіталом. Рівень доходності позикового капіталу в усіх його формах носить детермінований характер у зв'язку з тим, що ставка процента по ньому є фіксованою та визначеною заздалегідь. Рівень доходності власного капіталу невизначений і залежить від фінансових результатів діяльності підприємства. Використання позикового капіталу носить, як правило, фінансово забезпечений характер.

Відповідно до цієї концепції передбачається зниження середньозваженої вартості капіталу підприємства, а відповідно і зростання ринкової вартості підприємства за рахунок підвищення питомої ваги позикового капіталу. Практичне використання цієї концепції передбачає максимізацію застосування позикового капіталу в господарській діяльності підприємства, що може спричинити втрату фінансової стійкості та платоспроможності. Тому така однофакторна модель формування структури капіталу зазнала критики.

Прихильники традиційного підходу американські вчені Франко Модільяні та Мертон Міллер першими визначили проблеми проведення оптимізації структури капіталу та сформуvalи теорію індиферентності («концепцію незалежності»). У 1958 р. вони розглянули вплив структури капіталу на ринкову вартість за умови відсутності податків та їх впливу на прибуток. Автори теорії шляхом математичних розрахунків довели, що ринкова вартість підприємства залежить від сумарної вартості його активів. З урахуванням положень і базових умов дана концепція передбачає, що ринкова вартість підприємства, а відповідно й середньозважена вартість його капіталу не залежить від структури капіталу. Пізніше, у 1963 р. в теорії Модільяні—Міллера був вже врахований вплив податку на прибуток і вчені були змушені визнати, що механізм формування ринкової вартості підприємства знаходиться в певному зв'язку зі структурою його капіталу через вплив фінансового левериджу. Сплата відсотків за позиковими ресурсами пов'язана з витратами, які передбачають податкові пільги, що робить вартість позикового капіталу нижчою. Отже, чим більша

частка позикового капіталу в структурі капіталу підприємства, тим нижчою є середньозважена сукупна вартість, і вища ціна підприємства.

На зіставленні попередніх теорій з'явилась компромісна теорія (Р. Брейлі, Р. Масюліс та ін.), яка враховує вплив багатьох факторів: податків, ризиків, витрат на залучення капіталу [2; 4]. У процесі оптимізації структури ці показники необхідно врахувати шляхом знаходження компромісу щодо їх впливу. Ця концепція включає в механізм формування структури капіталу ряд реальних умов функціонування економіки і ринку, які не були враховані в попередніх концепціях. З урахування зазначеного, зміст компромісної концепції капіталу зводиться до того, що за умов реально функціонуючого ринку капіталу цей показник складається під впливом багатьох факторів, які мають протилежну спрямованість впливу на ринкову вартість підприємства.

Таким чином, сутність компромісного підходу в тому, що підприємство встановлює структуру капіталу у такий спосіб, щоб гранична вартість капіталу і граничний ефект від фінансового важелю були рівними.

Наступною теорією оптимізації структури інвестиційних ресурсів є сукупність концепції протиріччя інтересів формування капіталу підприємства (М. Гордон, С. Майерс, Г. Дональдсон та ін.): теорія асиметричної інформації, сигнальна теорія, теорія моніторингових витрат, модель Уелша, модель Рока.

Теорія асиметричної інформації базується на припущенні недовіри ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам відносно перспектив розвитку підприємства. Асиметричність проявляється в тому, що менеджери підприємства володіють більш достовірною інформацією ніж інвестори та кредитори.

В основу сигнальної теорії покладено теорію асиметричної інформації. Вона базується на припущенні про те, що ринок капіталу посилає інвесторам та кредиторам відповідні сигнали відносно перспектив розвитку підприємства на підставі поведінки менеджерів.

Таким чином, узагальнивши всі ці теорії та підходи, можна зробити висновок, що поняття оптимальної структури є досить гнучким і залежить від вибору критеріїв оптимізації, які є значущими для кожного окремого підприємства зокрема.

Практичний досвід свідчить, що не існує єдиних можливих варіантів ефективних поєднань власних і позикових інвестиційних ресурсів не тільки для типових підприємств, але і для кожного окремого підприємства. Узагальнені нами основні фактори, що

впливають на оптимальну структуру інвестованого капіталу, представлені на рис. 1.

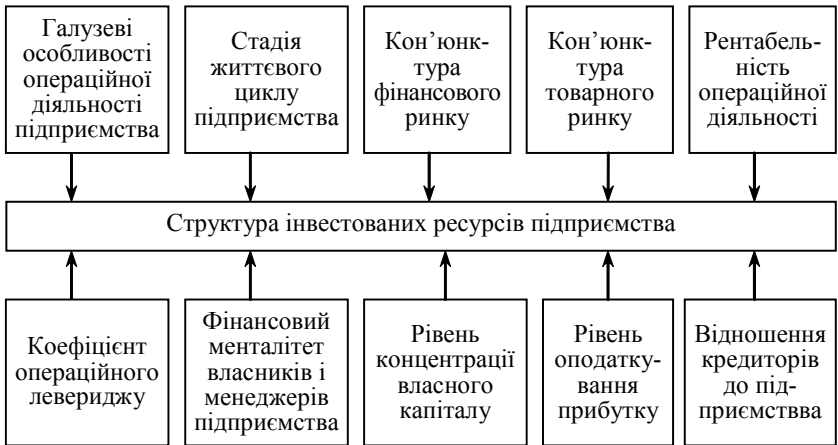


Рис. 1. Фактори впливу на структуру інвестиційних ресурсів підприємства

Враховуючи галузеві особливості хімічних підприємств, ми пропонуємо оптимізувати структуру їх інвестиційних ресурсів у відповідності з представленим на рис. 2 графіком. Проблемою оптимізації ресурсів хімічних підприємств є низький рівень валової рентабельності підприємств. Це пов'язано в першу чергу з низькою рентабельністю діяльністю, високою вартістю сировини та матеріалів, зростанням цін на газ та інші енергоносії, а також високим рівнем капіталомісткості виробництва.

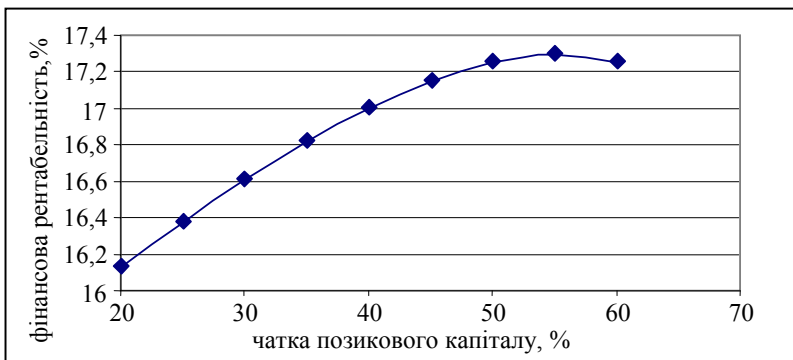


Рис. 2. Оптимальна структура інвестиційних ресурсів хімічних підприємств України

Розвиток хімічних підприємств необхідно спрямувати на виробництво конкурентоспроможної продукції на світовому ринку, заміну та оновлення технологій виробництва, впровадження та застосування енергозберігаючого обладнання. На сьогодні більшості цих вимог із хімічних підприємств України відповідає лише ВАТ «Концерн Стирол».

Основними принципами розробки оптимальної структури інвестиційних ресурсів є [3, с. 114]:

- найбільш ризикові інвестиції мають фінансуватися за рахунок власних коштів підприємства;
- максимальний обсяг залучення позикових коштів має відповідати граничному ефекту фінансового левериджу та забезпечувати достатню фінансову стійкість та платоспроможність підприємства;
- необхідно точно визначити співвідношення обсягів позикових інвестиційних ресурсів залучених на коротко- та довгостроковій основі;
- необхідно пристосовуватись до умов фондового ринку, враховувати його довготермінову кон'юнктуру, а також власну залежність від надання кредитів;
- за виключенням прибутку, з усіх джерел формування інвестиційних ресурсів необхідно обирати найбільш дешеві.

Отже, головною метою формування оптимальної структури інвестиційних ресурсів підприємства є забезпечення найбільшої ефективності співвідношення використання власних та позикових коштів, яке максимізує ринкову вартість підприємства, його рівень фінансової рентабельності та прибутку або мінімізує вартість капіталу та фінансових ризиків. Структура інвестиційних ресурсів кожного підприємства є гнучкою та залежить від впливу багатьох факторів: галузевих особливостей діяльності, рентабельності капіталу та продукції, операційного левериджу, рівня оподаткування прибутку та інші.

Література

1. *Бланк И.А.* Основы инвестиционного менеджмента: У 2 т. — К.: Ника-Центр, 2004.
2. *Інвестиційний менеджмент: Навчальний посібник/* Гринькова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І. — Х.: ВД «ІНЖЕК», 2005. — 664 с.
3. *Чеваньов Д. М.* Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств: Навч. посібник. — К.: Знання-Прес, 2003. — 622 с.
4. *Ястремська О. М.* Інвестиційна діяльність промислових підприємств. — Х.: Інжек, 2004. — 486 с.

Стаття надійшла до редакції 13.03.2008