

А. В. АСАНИНА, О. М. БОГУШКО (Інститут економіки та менеджменту Національного авіаційного університету, Київ)

## ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ АВІАТРАНСПОРТНИХ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ КРИЗИ ЛІКВІДНОСТІ

У статті проаналізовано тенденції формування структури капіталу підприємств в умовах кризи ліквідності. Відзначено основні тенденції формування структури капіталу, які, на сьогодні, характерні для авіатранспортних підприємств. Досліджено необхідність використання позикового капіталу, а також його особливості.

В статье проведен анализ тенденций формирования структуры капитала предприятий в условиях кризиса ликвидности. Определены основные тенденции формирования структуры капитала, которые сегодня характерны для авиатранспортных предприятий. Исследована необходимость использования заемного капитала, а также его особенности.

Tendencies of forming the capital structure of enterprises in conditions of the liquidity crisis are analyzed in the article. The basic tendencies of forming the capital structure, which characterize aviation transport enterprises, are determined. The necessity of using the loan capital and its peculiarities are also investigated.

### Постановка проблеми

В сучасних умовах розвитку економіки авіатранспортні підприємства почали практичну роботу з реформування методів управління формуванням капіталу задля досягнення його оптимальної структури. Оскільки обґрунтованих науково-практичних рекомендацій у цій області не було напрацьовано, на даний момент застосовуються методи «проб і помилок». З метою створення ефективних методів управління формуванням структури капіталу в умовах вітчизняної економіки існуючі методи повинні бути реформовані в єдиний оптимальний науково-обґрунтований комплекс методів управління капіталом. Комплекс питань, пов'язаних зі здійсненням фінансової діяльності авіатранспортних підприємств, вимагає досить глибоких знань теорії і практичних навичок в системі розробки і реалізації управлінських рішень щодо формування оптимальної структури капіталу, розподілу, використання та обігу грошових коштів.

Потенціал управління капіталом входить до загального стратегічного потенціалу підприємства, тому дослідження структури капіталу є складовою частиною загального фінансового аналізу капіталу та однією з умов забезпечення потенціалу щодо розвитку підприємства.

### Аналіз останніх досліджень та публікацій

Питання управління формуванням структури капіталу на підприємствах давно обговорю-

ються серед вчених і практиків, серед яких: Г. Дж. Александер, Дж. Брейлі, Є. Ф. Брігхем, Дж. Ван Хорн та ін. Є розробки вітчизняних авторів, до них відносяться: І. О. Бланк, О. Д. Василик, А. М. Поддєрьогін, О. С. Стоянова, В. М. Суторміна, Г. Б. Поляк, О. О. Терещенко.

### Невирішена раніше частина загальної проблеми

Проте постійні зміни в економіці України взагалі, та у функціонуванні авіатранспортних підприємств зокрема, вимагають подальших досліджень.

### Мета статті

Метою статті є аналіз основних тенденцій формування структури капіталу підприємств різних галузей економіки взагалі та авіатранспортних підприємств зокрема в умовах кризи ліквідності.

### Виклад основного матеріалу

На сучасному етапі розвитку економіки ефективність діяльності будь-якого підприємства пов'язана із гнучким реагуванням на потреби ринку, що передбачає підвищення якості, а також зниження собівартості виробленої продукції й послуг, пошук нових, найчастіше нетрадиційних джерел фінансування, ефективне вкладення фінансових ресурсів у активи під-

приємства [1]. Результати діяльності підприємства багато в чому визначаються ефективністю функціонування його системи управління формуванням оптимальної структури капіталу, ступенем її відповідності цілям і завданням, що стоять перед підприємством.

В умовах кризи ліквідності в Україні в практичній діяльності авіатранспортних підприємств особливого значення набуває оптимізація структури капіталу. Аналіз дослідження структури капіталу підприємств різних галузей економіки взагалі та авіатранспортних підприємств зокрема показав зміни співвідношення власних та позикових коштів. Так, ще протягом 2004–2008 рр. спостерігалася тенденція щодо збільшення частки позикових коштів у сукупному капіталі. Залучені кошти зазвичай домінували у структурі капіталу підприємств. Головною перевагою позикового капіталу була його нижча вартість порівняно з власними коштами. Але наприкінці 2008 р. зазначена тенденція почала змінюватися – частка позикового капіталу в сукупному капіталі почала різко знижуватися [9]. Це пов'язано з виникненням ризику неповернення позикових коштів підприємствами, зі збільшенням витрат щодо обслуговування позикового капіталу в умовах кризи ліквідності, яка викликана прогресуванням світової економічної кризи. Зміни питомої ваги позикового капіталу в сукупному капіталі підприємств можна представити за допомогою графіку (рис. 1) [9].

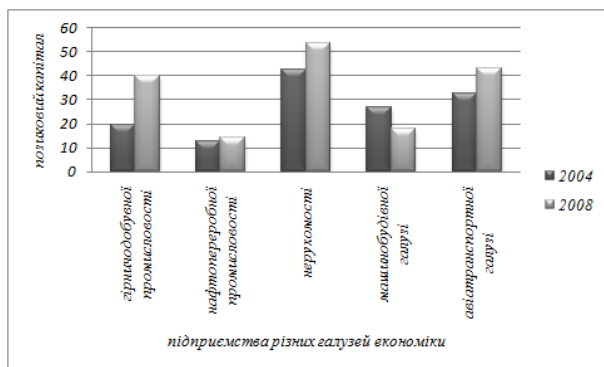


Рис. 1. Зміни питомої ваги позикового капіталу в сукупному капіталі підприємств різних галузей економіки

Починаючи з 2004 р., вченими-економістами на основі статистичних даних до підприємств, що мали ускладнення в організації господарської діяльності, в більшості випадків відносили ті підприємства, у яких спостерігалася неефективне управління структурою капіталу. Зазначені підприємства переходили від балансу з більшою часткою позикового капіталу до ба-

лансу з більшою часткою власних коштів. Інші підприємства, у яких проблем щодо управління структурою капіталу не спостерігалось, зазвичай розглядали два варіанти фінансування господарської діяльності: емісію акцій або ж залучення позикового капіталу. Незважаючи на позитивні прогнози фінансових експертів внаслідок розміщення акцій, більшість підприємств все ж таки не зважувалася на емісію, побоюючись зміни організаційно-правової форми, а також втрати частини бізнесу. Альтернативою власним коштам вважалось більш дешеве джерело фінансування господарської діяльності – позикові кошти [3, 5, 9].

В 2008 р. в умовах кризи ліквідності ситуація почала змінюватися: частим явищем стало використання коштів, які було залучено за допомогою нової емісії акцій, що призвело до падіння коефіцієнта левериджу. Слід зазначити, що за статистичними даними останніх десяти років коефіцієнт левериджу становив у середньому 30 % (позиковий капітал становив 30 % від власного капіталу), але в сучасних умовах розвитку економіки спостерігається тенденція падіння коефіцієнта на 25...30 % (поточні прогнози оцінюють, що позиковий капітал становитиме 20 % від власного капіталу та залишиться на цьому рівні) [6, 9].

Фінансовий леверидж характеризує використання позикового капіталу, який впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж – це об'єктивний фактор, який виникає із появою позикових коштів у сукупному капіталі та дозволяє підприємству отримати додатковий прибуток на власний капітал. Показник, який відображає рівень отримання додаткового прибутку на власний капітал за рахунок різної частини використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу. Складовою частиною фінансового левериджу є коефіцієнт левериджу, який характеризує суму позикового капіталу, що використовує підприємство, із розрахунку на одиницю власного капіталу. Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового левериджу в процесі господарської діяльності підприємства. Коефіцієнт фінансового левериджу – це важіль, що вказує на позитивний або негативний ефект, який отримується за рахунок відповідного значення його диференціалу. Диференціал фінансового левериджу характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит. При позитивному значенні диференці-

ла приріст коефіцієнта фінансового левєриджу позитивно впливає на підвищення приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу і, навпаки, при негативному значенні диференціалу приріст коефіцієнта фінансового левєриджу збільшує темп зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Знання механізму впливу фінансового левєриджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти вартістю і структурою капіталу підприємства [4, 8].

Враховуючи вищезазначені статистичні дані зміни питомої ваги позикового капіталу в сукупному капіталі підприємств в умовах кризи ліквідності, слід зазначити, що коефіцієнт левєриджу варіює від галузі до галузі. Так, нафтові компанії віддають перевагу низькому його рівню через нестабільні ціни на ринку нафти. Наприклад, British Petroleum вважає, що цей коефіцієнт повинен бути в межах 20...30 %, хоча й тримає його на нижньому порозі 21 %. Підприємства нерухомості схильні до високого левєриджу, тому що вони оперують більшими грошовими потоками, а також можуть собі дозволити істотну суму позикового капіталу. Так, англійська компанія Severn Trent має левєридж на рівні 60 %. Коефіцієнт левєриджу авіатранспортних підприємств на сучасному етапі розвитку економіки варіює між 30 та 40 %, що є досить прийнятним і показує середнє його значення [9, 10].

Наведений аналіз статистичних даних показує, що для досягнення достатнього рівня коефіцієнта левєриджу першочергово необхідним є забезпечення оптимального співвідношення позикового та власного капіталу. Саме це співвідношення досягається в процесі формування оптимальної структури капіталу.

Задачами підприємств будь-якої галузі економіки при формуванні оптимальної структури капіталу є управління власним капіталом (полягає у визначенні та реалізації політики щодо формування власного капіталу), управління позиковим капіталом (полягає у визначенні та реалізації політики щодо формування позикового капіталу), а також управління та оптимізація структури капіталу (полягає у визначенні співвідношення власних і позикових коштів, які використовує підприємство у процесі господарської діяльності).

Структура капіталу впливає на рівень рентабельності активів і власного капіталу, тобто на рівень економічної та фінансової рентабельності підприємства; визначає систему коефіціє-

нтів фінансової стійкості та платоспроможності, тобто рівень основних фінансових ризиків, а також формує співвідношення ступеня прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства. Якщо відношення використання власних і позикових коштів забезпечує найбільш ефективно пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізує ринкову вартість підприємства, в такому випадку структуру капіталу можна вважати прийнятною [7].

Процес оптимізації структури капіталу підприємств різних галузей економіки взагалі та авіатранспортних підприємств зокрема, на нашу думку, повинен забезпечуватись виконанням наступної послідовності дій:

- по-перше, проведенням аналізу капіталу підприємства, тобто визначення поточного стану капіталу підприємства та його розміру;

- по-друге, оцінкою основних факторів, що визначають формування структури капіталу, тобто оцінка галузевих особливостей операційної діяльності підприємства, стадії життєвого циклу підприємства, кон'юнктури фінансового та товарного ринків, рівня рентабельності операційної діяльності, коефіцієнту операційного левєриджу, відношення кредиторів до підприємства, рівня оподаткування прибутку, рівня концентрації власного капіталу. Характер галузевих особливостей операційної діяльності підприємства визначає структуру активів підприємства, їх ліквідність. Підприємства з високим рівнем фондомісткості виробництва продукції, а також з великою частиною необоротних активів мають більш низький кредитний рейтинг і змушені орієнтуватися у своїй діяльності на використання власного капіталу. Крім того, характер галузевих особливостей визначає різну тривалість операційного циклу. Чим менший період операційного циклу, тим більшою мірою (за інших рівних умов) може бути використаний підприємством позиковий капітал. Стадія життєвого циклу підприємства також має неабиякий вплив на структуру капіталу: підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу і мають конкурентоспроможну продукцію, можуть у своїй діяльності використовувати більшу частину позикового капіталу, а підприємства, що знаходяться на стадії зрілості, більшою мірою повинні використовувати власний капітал. При стабільній кон'юктурі товарного ринку, рівень ризиків, що виникають при використанні позикового капіталу більш низький, і навпаки – в умовах нестабіль-

ної кон'юнктури використання позикового капіталу призводить до зниження рівня прибутковості та ризику втрати платоспроможності. У таких умовах необхідно оперативно знижувати коефіцієнт фінансового левериджу за рахунок зменшення обсягу використання позикового капіталу. Вартість позикового капіталу зростає або знижується залежно від стану кон'юнктури фінансового ринку. При суттєвому зростанні вартості позикового капіталу диференціал фінансового левериджу може досягнути від'ємного значення, що призведе до різкого зниження фінансової рентабельності, а в ряді випадків – до збиткової операційної діяльності. Кредитний рейтинг підприємства зростає за рахунок високого значення рівня рентабельності операційної діяльності, і, таким чином, у підприємства є можливість розширити потенціал використання позикового капіталу. Зростання підприємства забезпечується спільним виявом ефекту операційного і фінансового левериджу. Підприємства, у яких зростає обсяг реалізації продукції, але за рахунок галузевих особливостей її виробництво має низький коефіцієнт операційного левериджу, можуть значно збільшити коефіцієнт фінансового левериджу, тобто використати більшу частину позикових засобів у загальній сумі капіталу. Завдяки відношенню кредиторів формується оцінка кредитного рейтингу підприємства, у деяких випадках, не дивлячись на високу фінансову стійкість підприємства, кредитори можуть формувати негативний імідж цього підприємства і, таким чином, знижувати його кредитний рейтинг. Це негативно впливає на можливість залучення підприємством позикового капіталу, знижує фінансову стійкість підприємства, тобто можливість оперативно формувати капітал за рахунок зовнішніх джерел. Також слід враховувати рівень оподаткування прибутку. В умовах низьких ставок податку на прибуток або використання підприємством податкових пільг на прибуток різниця у вартості власного і позикового капіталу, що залучається із зовнішніх джерел, знижується. Це пов'язано з тим, що ефект податкового коректора під час використання позикових засобів зменшується. У таких умовах слід формувати капітал із зовнішніх джерел переважно за рахунок емісії акцій, тобто за рахунок залучення додаткового пайового капіталу, але для того, щоб зберегти фінансовий контроль за управлінням підприємством (контрольний пакет акцій або контрольний обсяг пайового вкладу), власники підприємства не бажають залучати додатковий власний капі-

тал із зовнішніх джерел, якщо навіть для цього є сприятливі умови. Завданням зберегти фінансовий контроль за управлінням підприємством є формування додаткового капіталу за рахунок позикових засобів. Узагальнюючи суть перелічених факторів, необхідно зазначити, що управління структурою капіталу зводиться до таких основних напрямів: встановлення оптимальних для даного підприємства пропорцій використання власного та позикового капіталу, а також забезпечення залучення на підприємство необхідних видів і обсягів капіталу для формування розрахункових показників його структури [1, 3, 7];

- по-третє, оптимізацією структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності, оптимізацією структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості та оптимізацією структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Задля оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності використовують механізм фінансового левериджу, що дозволяє визначити оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимальний рівень фінансової рентабельності. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості базується на визначенні попередньої оцінки вартості власного і позикового капіталу, за різними умовами його залучення, на основі багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків пов'язана із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства.

## Висновки

В сучасних умовах функціонування підприємств фактор зовнішнього економічного середовища набуває особливого значення – як одна з найважливіших передумов для формування стратегічно перспективних систем фінансового управління. Забезпечення процесу формування оптимальної структури капіталу належить до основних умов запобігання кризи ліквідності будь-якого підприємства, оскільки обсяг, структура та вартість капіталу суттєво впливають на основні показники фінансово-господарської діяльності підприємств різних галузей економіки взагалі та авіатранспортних підприємств зокрема.

Проведений аналіз довів необхідність використання позикового капіталу, головною перевагою якого є його нижча вартість порівняно з

власним. Окрім цього, позиковий капітал має ряд позитивних особливостей, а саме:

- достатньо широкі можливості залучення;
- спроможність забезпечувати зростання фінансового потенціалу підприємства;
- спроможність генерувати приріст фінансової рентабельності;
- забезпечення економії підприємства на податкових платежах (плата за позиковий капітал зменшує оподатковувану базу);
- можливість диверсифікації власного капіталу;
- можливість збереження контролю (позиковий капітал не дає права його власникам на управління, не загрожує змінити політику підприємства та власникам втратити частку бізнесу).

Викладене вище дає можливість стверджувати, що управління процесом формування оптимальної структури капіталу підприємств в умовах кризи ліквідності має ряд невирішених проблем, до того ж, галузева специфіка авіатransпортних підприємств, що характеризується певними особливостями формування та своїм циклом руху капіталу, створює потребу в розробці підходів до вирішення цих проблем, тому виникає необхідність в проведенні подальших досліджень, які допоможуть:

- виявити місце й роль управління формуванням капіталу авіатransпортних підприємств у загальній системі управління підприємством;
- узагальнити та систематизувати існуючі концепції формування капіталу і оптимізації його структури з урахуванням сучасних умов;
- дослідити склад і особливості формування капіталу авіатransпортних підприємств;
- обґрунтувати систему критеріїв для оцінки фінансової структури капіталу авіатransпортних підприємств з метою її оптимізації та оцінити ефективність структури капіталу авіатransпортних підприємств;

- обґрунтувати послідовність технології формування оптимальної структури капіталу авіатransпортних підприємств;

- розробити методику оптимізації структури капіталу авіатransпортних підприємств та визначити на її основі оптимальну структуру капіталу підприємств галузі.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК

1. Бланк, И. А. Финансовый менеджмент [Текст] / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2001. – 528 с.
2. Балабанов, И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? [Текст] / И. Т. Балабанов. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 384 с.
3. Дороніна, М. С. Управління економічними та соціальними процесами підприємства [Текст] : монографія / М. С. Дороніна. – Х.: Вид. ХДЕУ, 2002. – 432 с.
4. Чорна, О. Є. Управління капіталом підприємства в умовах ринкової трансформації економіки України [Текст] / О. Є. Чорна. – Дис. – Одеса, 2004. – 196 с.
5. Гарнер, Д. Привлечение капитала [Текст] / Д. Гарнер, Р. Оуэн, Р. Конвей [пер. с англ.] – М.: Джон Уайли энд Санз, 2004. – 464 с.
6. Encarta World English Dictionary [Текст]. – New York: St. Martin's Press, 2003. – 1109 p.
7. Косинский, Р. А. Обобщение концептуальных подходов к сущности капитала предприятия [Текст] / Р. А. Косинский // Коммунальное хозяйство міст : наук.-техн. зб. – Серія: Економ. науки. – Вип. 44. – К.: Техніка, 2002. – С. 95-101.
8. Безгінова, Л. І. Формування оптимальної структури капіталу в підприємствах роздрібно́ї торгівлі [Текст]. – Дис. – К., 2004. – 186 с.
9. [Текст] // FINANCIAL TIMES. – Wed., 11 Feb. 2009.
10. Офіційний сайт Державіаслужби України [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.avia.gov.ua>

Надійшла до редколегії 17.04.2009.

Прийнята до друку 29.04.2009.