

## ОЦІНКА МОЖЛИВОСТІ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ЗА КРИТЕРІЄМ МІНІМІЗАЦІЇ ВЕЛИЧИНИ WACC

Визначення оптимальної структури капіталу – це важливе та досить складне завдання для будь-якого підприємства, вирішення якого прямо впливає на його вартість. Це пов'язано з тим, що вартість підприємства відповідно до дохідного підходу залежить від грошових потоків, а останні – мають тісний зв'язок із структурою капіталу. Наприклад, якщо частка позикового капіталу в загальній структурі капіталу досить вагома, то підприємство щорічно витрачає значні кошти на погашення заборгованостей за кредитами, купонними платежами за облігаціями тощо.

Оцінка розміру і структури капіталу є важливою умовою пошуку ефективних способів його формування та використання. Ефективне управління структурою капіталу дає змогу підприємству забезпечити свою діяльність необхідним обсягом фінансових ресурсів з метою подальшого розвитку, а також знизити рівень витрат на фінансування, які пов'язані з використанням різних джерел.

Оптимальна структура капіталу відноситься до розряду індивідуальних для кожного окремого підприємства, що залежить від галузевої приналежності бізнесу, життєвого циклу, стратегічних завдань та різного роду управлінських рішень щодо розвитку підприємства.

На практиці визначити оптимальну структуру капіталу для підприємства можна із застосуванням двох стандартних методів, а саме, порівняльного бенчмаркінгу та фундаментального аналізу, пов'язаного із побудовою фінансових моделей. Одним із критеріїв оптимізації структури капіталу є мінімізація середньозваженої вартості капіталу (далі WACC). Розглянемо, яким чином структура капіталу впливає на WACC на прикладі підприємства ПрАТ «Чумак».

За результатами 2017 року вартість залучення позикового капіталу для підприємства склала 27,94 %, що була обчислена як середньозважена величина вартості кредитів, емітованих облігацій за даними фінансової звітності [1]. Вважатимемо, що із зміною загальної структури капіталу вартість позикового капіталу не зміниться.

Щодо вартості власного капіталу, то найбільш поширеним методом оцінки є використання моделі САМР, що включає обчислення трьох показників: безризикової ставки дохідності, коефіцієнта системного ризику, ринкової премії за ризик. Акції підприємства ПрАТ «Чумак» не котируються на жодній фондовій біржі, тому для визначення коефіцієнта системного ризику скористаємось алгоритмом відомого науковця А. Домодарана [2], а саме: визначимо галузевий коефіцієнт системного ризику ( $\beta_u$ ), що в нашому прикладі становить 0,94; та скоригуємо його знайшовши бета-леверидж ( $\beta_L$ ) за різних варіантів співвідношення власного капіталу до позикового.

Ринкова премія за ризик залежить від кредитного рейтингу країни, що присвоюється рейтинговим агентством Moody's, та у 2017 році в Україні становив Саа2 [3], що за обчисленнями А. Дамодарана відповідає премії за ризик у розмірі 20,54 % [3].

Питання визначення безризикової ставки в Україні досить суперечливе, проте використаємо найбільш вживаних варіант – облікову ставку НБУ [4]. В 2017 році облікова ставка змінювала декілька разів, тому розрахувавши середньозважену величину отримуємо безризикову ставку на рівні 13 %.

Таким чином, із зміною структури капіталу незмінним залишатиметься вартість позикового капіталу, галузевий коефіцієнт системного ризику, безризикова ставка, премія за ризик та податкова ставка.

Відповідно до розрахунків, що наведені у табл. 1, із зростанням частки позикового капіталу досить стрімко зростає коефіцієнт системного ризику та як наслідок збільшується вартість власного капіталу. Це пояснюється тим, що значне зростання частки позикового капіталу

негативно впливає на платоспроможність підприємства та збільшує ризики втрати ліквідності, тому власники вимагають більш високого рівня плати за наданий капітал.

Таблиця 1

Значення WACC підприємства ПрАТ «Чумак» за різних варіантів структури капіталу

Показники / Варіанти	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Частка власного капіталу (E), %	90 %	80 %	70 %	60 %	50 %	40 %	30 %	20 %	10 %
Частка позикового капіталу (D), %	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %
Податкова ставка (T), %	18 %								
$\beta_u$	0,94								
$\beta_L$	1,03	1,13	1,27	1,45	1,71	2,10	2,74	4,02	7,88
Безризикова ставка дохідності, %	13 %								
Премія за ризик, %	20,54 %								
Вартість власного капіталу ( $K_E$ ), %	34,1 %	36,3 %	39,1 %	42,9 %	48,1 %	56,1 %	69,2 %	95,6 %	174,8 %
Вартість позикового капіталу ( $K_D$ ), %	27,94 %								
<b>WACC, %</b>	<b>33,0 %</b>	<b>33,6 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>34,9 %</b>	<b>35,5 %</b>	<b>36,2 %</b>	<b>36,8 %</b>	<b>37,5 %</b>	<b>38,1 %</b>

Джерело: розраховано автором на основі [2,3,4,5]

Відповідно до критерію мінімізації середньозваженої вартості капіталу мінімальна величина WACC (33 %) досягається за частки власного капіталу 90 %, і частки позикового капіталу – 10 %. На даний час ситуація на підприємстві майже діаметрально протилежна, що свідчить про неоптимальний вибір структури капіталу.

Разом з тим, варто зазначити декілька аспектів, а саме: по-перше, досягнути частки власного капіталу у розмірі 90 % не є досить реальним, оскільки для цього необхідно або, щоб акціонери володіли значними ресурсами та бажанням їх інвестувати у підприємство, або ж необхідно різко зменшити величину позикового капіталу, що теж мало ймовірно. Крім того, зменшення частки позикового капіталу за незмінного розміру власного означатиме суттєве зменшення загальної суми капіталу, що є неприпустимим для забезпечення стабільної роботи підприємства; по-друге, позиковий капітал мобільніший в процесі залучення та повернення, а також дешевший, тому мінімізації його частки до 10 % вважається недоцільним.

Отже, визначення оптимальної структури капіталу відповідно до величини WACC це лише один з методів, за допомогою якого інколи можна отримати досить суперечливі результати, тому до питання оптимізації структури капіталу необхідно підходити комплексно, розглядаючи декілька методів/критеріїв при визначенні оптимальної структури капіталу.

*Список використаних джерел:*

1. Фінансова звітність ПрАТ «Чумак» [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://smida.gov.ua/>

2. Офіційний сайт АсватаДамодарана[Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

3. Офіційний сайт рейтингового агентства Moody's[Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.moody.com>

4. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.bank.gov.ua>