

ОПТИМІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ

Анотація. Висвітлено питання оптимізації джерел формування інвестиційних ресурсів інноваційного проекту. Узагальнено відомості про існуючі методи розрахунку вартості ціни капіталу. Обґрунтовано етапи оптимізації інвестиційних ресурсів.

Аннотация. Рассмотрены вопросы оптимизации источников формирования инвестиционных ресурсов инновационного проекта. Обобщены сведения о существующих методах расчета стоимости цены капитала. Обоснованы этапы оптимизации инвестиционных ресурсов.

Annotation. The issues of optimization of investment resources of an innovative project were studied. Information about the current methods of calculating the cost of capital price is summarized, stages of optimization of investment resources were justified.

Ключові слова: інвестиційні ресурси, структура інвестиційних ресурсів, середньозважена ціна капіталу.

Оптимізація джерел формування інвестиційних ресурсів полягає у встановленні оптимальних пропорцій внутрішніх (власних) і зовнішніх (позикових і залучених) джерел фінансування з метою високої фінансової стійкості підприємства і максимізації прибутку. Інвестування є важливим елементом інноваційного механізму, що забезпечує ефективність управління і в кінцевому рахунку успіх інноваційної діяльності.

Питанням оптимізації структури капіталу при інвестуванні інноваційних проектів присвячені праці багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених: Балабанова І. Т., Г. Бірманна, Бланка І. А., Карлика А. Є., Ковальова В. В., Р. Томаса, Д. Норткотта та ін. Однак проблема оптимізації структури інвестиційних ресурсів залишається недостатньо вивченою та потребує теоретичного та методичного забезпечення. Це обумовлює актуальність теми даної статті.

Стратегічна важливість рішень, пов'язаних із структурою капіталу фірми, пов'язана з тим, що високі витрати на капітал, що виникають у результаті неправильно обраного співвідношення боргового навантаження і власних коштів, створюють перешкоди для розвитку компанії. Отже, метою даного дослідження є постановка і вирішення проблеми оптимізації інвестиційних ресурсів з урахуванням різних джерел фінансування.

Згідно із Законом України "Про інвестиційну діяльність" від 18.09.1991 р. № 1560-XII інвестиційна діяльність може здійснюватись за рахунок [1]:

власних фінансових ресурсів інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові накопичення і заощадження громадян, юридичних осіб тощо);
позикових фінансових коштів інвестора (облігаційні позики, банківські та бюджетні кредити);
залучених фінансових коштів інвестора (кошти, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);

бюджетних інвестиційних асигнувань;

безоплатних та благодійних внесків, пожертвувань організацій, підприємств і громадян.

Структура інвестиційного капіталу пов'язана із співвідношенням власного капіталу та залученого для фінансування діяльності в довгостроковому періоді.

Україна має обмежені бюджетні ресурси, які спрямовуються на покриття поточних витрат, на підтримку охорони здоров'я та освіти тощо. З огляду на це, обсяг коштів, що лишається для капітальних вкладень, є невеликим, і майже завжди недостатнім для реалізації інноваційних проектів (видання "Public Finance Review" оцінило державні інвестиції, необхідні для стабільного економічного розвитку України, у понад 100 мільярдів доларів США протягом наступних 10 років [2, с. 4]). Саме тому оптимізація структури капіталу компанії є одним з ключових і, в той же час, складних завдань, що вирішуються в галузі корпоративних фінансів. У процесі розвитку, розширення або реалізації інноваційного проекту компанія має потребу в інвестиціях, які можуть бути залучені за допомогою позики або внесків власників. Фірма може випускати безліч різних видів цінних паперів і користуватися різними борговими інструментами, але вона прагне знайти особливу комбінацію даних активів для одержання максимальної вигоди.

Процес формування інвестиційних ресурсів має базуватися на таких принципах:

Принцип урахування перспектив розвитку інвестиційної діяльності.

Принцип забезпечення відповідності обсягу залучених інвестиційних ресурсів обсягу інвестиційних потреб підприємства.

Принцип забезпечення оптимальної структури інвестиційних ресурсів з позицій ефективної інвестиційної діяльності.

Принцип забезпечення мінімізації витрат з формування інвестиційних ресурсів із різних джерел.

Принцип забезпечення високоєфективного використання інвестиційних ресурсів у процесі інвестиційної діяльності [3, с. 380–382].

Для розрахунку ціни капіталу та визначення структури інвестиційного капіталу можна скористатися таким алгоритмом:

1. Ідентифікація основних джерел формування капіталу підприємства.
2. Розрахунок ціни кожного джерела фінансування.
3. Розрахунок середньозваженої ціни капіталу.
4. Розробка заходів щодо оптимізації структури капіталу.

По-перше, для визначення ціни капіталу найбільш важливими є такі джерела:

1. Власні кошти: статутний капітал (звичайні та привілейовані акції) і нерозподілений прибуток.
2. Позикові кошти: довгострокові кредити й облігаційні позики.

По-друге, необхідно розрахувати ціну кожного джерела фінансування. Наприклад, вартість облігаційної позики. Вона приблизно дорівнює доходу, який отримує власник облігацій. Відсотки по облігаційних позиках виплачуються з чистого прибутку, тому коригування вартості облігаційної позики на податок на прибуток не проводиться [4]. Наближений розрахунок вартості позикового капіталу, представленого облігаціями (V_0), можна одержати за формулою (1):

$$V_0 = \frac{ПВ + (НЦ - РЦ) / K}{(РЦ + НЦ) / 2}, \quad (1)$$

де ПВ – сума процентних виплат;
НЦ – номінальна вартість облігації;
РЦ – поточна ринкова ціна облігації;
K – кількість років до погашення.

Далі необхідно розрахувати вартість довгострокових кредитів. Відсотки за користування кредитами включаються залежно від їх величини повністю або частково в собівартість продукції, що зменшує розмір оподаткованого прибутку [5]. Ціна довгострокових кредитів (V_k) визначається як відсоток за кредит, скоригований на ставку податку на прибуток за формулою (2):

$$V_k = A \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1 + R)^t}, \quad (2)$$

де A – щорічні виплати за кредитом;
R – ставка дисконту;
t – кількість періодів.

Далі проводиться розрахунок вартості звичайних акцій. У загальному випадку вартість залучення коштів із використанням звичайних акцій можна розрахувати лише приблизно, тому що по звичайних акціях заздалегідь невідомий рівень дивідендів. Для розрахунків можна використовувати модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM) [4].

Найбільш важлива характеристика даної моделі полягає в тому, що очікувана прибутковість активу пов'язується зі ступенем його ризикованості, яка вимірюється β -коефіцієнтом. Для того щоб зрозуміти, яким чином складаються ціни фінансових активів, необхідно сконструювати модель. Модель оцінки вартості звичайних акцій буде виглядати таким чином:

$$V_a = BPr + (PЦп - BPr) \times \beta, \quad (3)$$

де V_a – ціна звичайних акцій, як джерело фінансування;
BPr – безризикова прибутковість цінних паперів;
PЦп – ринкова вартість або необхідна прибутковість портфеля цінних паперів;
(PЦп - BPr) – ринкова премія за ризик;
 β – коефіцієнт, що характеризує міру коливання акцій підприємства щодо середнього курсу акцій на ринку.

Найчастіше в якості безризикової ставки прибутковості рекомендується використовувати відсоток за довгостроковими державними зобов'язаннями. β -коефіцієнт відображає рівень мінливості конкретного цінного паперу відносно усередненої та є критерієм доходу на акцію порівняно з середнім доходом на ринку цінних паперів [5].

Наступні розрахунки проводяться по вартості привілейованих акцій. Вартість привілейованих акцій визначається за рівнем дивідендів, що виплачуються власникам привілейованих акцій, отже, вартість привілейованих акцій визначається шляхом ділення річних дивідендів по привілейованих акціях на чистий дохід від продажу привілейованої акції.

Нарешті, можна розрахувати вартість нерозподіленого прибутку. Ціна даного джерела становить очікувану прибутковість звичайних акцій підприємства і визначається тими ж методами що й ціна звичайних акцій. Нерозподілений прибуток належить власникам звичайних акцій і може бути спрямована на реінвестування або виплату дивідендів.

Наступним, третім кроком необхідно визначити середньозважену ціну капіталу. Загальна ціна капіталу становить середнє значення цін кожного джерела в загальній сумі капіталу. Показник характеризує відносний рівень загальної суми витрат із забезпечення кожного джерела фінансування та становить середньозважену вартість капіталу, яка розраховується за формулою (4):

$$WACC = \sum K_i \times C_i, \quad (4)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу;
 K_i – питома вага i -го джерела коштів у загальній величині капіталу;
 C_i – вартість i -го джерела коштів.

Економічний сенс даного показника полягає в тому, що підприємство може приймати будь-які рішення в рамках здійснення основної діяльності, реалізовувати будь-які інвестиційні проекти, якщо рівень їх рентабельності перевищує поточне значення показника – середньозваженої ціни капіталу. Виконаний аналіз може бути доповнений розрахунками по традиційних методах [5], які припускають оцінку ліквідності, фінансової стійкості і т. д.

Останнім кроком є оптимізація структури капіталу. Структура капіталу – це стратегічно важливий параметр для будь-якої компанії. Вкрай низька частка позикових коштів у структурі капіталу фактично означає недовикористання потенційно "дешевшого", ніж власний капітал, джерела фінансування діяльності компанії. У такій ситуації у компанії складаються більш високі сукупні витрати на капітал і це, як наслідок, формує завищені вимоги до рентабельності майбутніх вкладень. Однак з іншого боку, перевантаження капіталу компанії позиковими засобами також підвищує вимоги до прибутковості, оскільки зростає ймовірність неможливості відповісти за зобов'язаннями і ризики інвесторів [3].

Управління структурою капіталу полягає в створенні змішаної структури капіталу, і представляє таке оптимальне поєднання власних і позикових джерел, при якому мінімізуються загальні витрати на капітал ($WACC \rightarrow \min$), і максимізується ринкова вартість підприємства. Можна виділити основні етапи оптимізації структури капіталу:

Аналіз величини і складу капіталу за ряд періодів, а також аналіз тенденцій зміни його структури.

Оцінка ключових факторів, що визначають структуру капіталу. Фактори: галузеві особливості господарської діяльності; рівень прибутковості поточної діяльності; стадія життєвого циклу підприємства та ін.

Здійснення різноманітних розрахунків зі знаходження оптимальної структури капіталу.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої ціни. Оптимізація ґрунтується на попередній оцінці власних і позикових джерел за різних умов їх залучення і розрахунках середньозваженої ціни капіталу.

Якщо пропорція позикового і власного капіталу не є оптимальною, посилюється агентський конфлікт, тобто конфлікт менеджменту і власника. Він може проявлятися у трансформації мотиваційної складової менеджменту, а також може призвести до формування неефективного стилю управління компанією. Так, менеджмент компанії може приймати сумнівні інвестиційні рішення, що ведуть до реалізації особливо ризикових проектів. Нарешті, висока частка позикових коштів не може залишатися довго непоміченою: клієнти і постачальники компанії, що входять до групи основних стейкхолдерів, можуть відмовлятися від ділових взаємин із такою компанією, вважаючи її недостатньо фінансово стійкою [3].

Таким чином, неправильні рішення щодо структури капіталу можуть істотно впливати на всі сфери діяльності компанії і на її фінансовий результат.

Отже, успішність інвестування в інноваційний проект залежить від вдало вибраного співвідношення часток власного та позикового капіталу. Оптимальною структурою капіталу вважається таке співвідношення позикових і власних коштів, при якому досягається мінімум сукупних витрат на капітал, і при цьому, ризики банкрутства мінімальні, а отже, ринкова вартість бізнесу досягає максимуму. Фірма може випускати безліч різних видів цінних паперів і користуватися різними борговими інструментами, але вона повинна знайти особливу комбінацію даних активів для одержання максимальної вигоди.

Наук. керієн. Верещагіна Г. В.

Література: 1. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991 р. № 1560-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>. – Назва з екрану. 2. Україна: оцінка управління державними інвестиціями: матеріали Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world_bank.org/en/country/ukraine/research. – Назва з екрану. 3. Мельник В. М. Концептуальні напрямки оптимізації структури капіталу / В. М. Мельник // Наукові праці НДФІ. – 2010. – № 1. 4. Aswath Damodaran. Investment Philosophies: Successful Strategies and the Investors Who Made Them Work, August 2012 [Electronic resource]. – Access mode : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/invphil1day.pdf>. 5. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент / И. А. Бланк. – К. : МП "Итем" ; ЛТД "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 2009. – 447 с.