

ШУСТ О.А., ВАРЧЕНКО О.М., СВИНОУС І.В., АРТИМОНОВА І.В.,
ДРАГАН О.О., ГЕРАСИМЕНКО І.О., ТКАЧЕНКО К.В.,
ЗУБЧЕНКО В.В., ГАВРИК О.Ю., ХОМОВИЙ С.М., ГУДЗІЙ В.І.

УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА: ФІНАНСОВО- УПРАВЛІНСЬКИЙ АСПЕКТ: МОНОГРАФІЯ

БІЛА ЦЕРКВА, 2021.

УДК 658.167/.168:637.1

Рекомендовано до друку вченою радою
Білоцерківського національного аграрного університету
Протокол №7 від 30. 08. 2021 р.

Рецензенти:

Лаврук Віталій Валерійович, доктор економічних наук, професор кафедри фінансів, банківської справи, страхування та електронних платіжних систем Подільського державного аграрно-технічного університету

Левандівський Омелян Тарасович, доктор економічних наук, доцент завідувач кафедрою фінансів, банківської справи та страхування Прикарпатського національного університету імені В. Стефаника

Шиян Дмитро Вікторович, доктор економічних наук, професор кафедри економіки підприємства та організації бізнесу, Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця

Управління структурою капіталу підприємства: фінансово-управлінський аспект: колективна монографія: Шуст О.А., Варченко О.М., Свиноус І.В., Артимонова І.В., Драган О.О., Герасименко І.О., Ткаченко К.В., Зубченко В.В., Гаврик О.Ю., Хомовий С.М., Гудзій В.І. – Біла Церква, 2021. 318 с.

У монографії узагальнено теоретико-методичні та практичні підходи до формування системи управління капіталом аграрних підприємств із урахуванням їх особливостей щодо формування, використання та розподілу фінансових ресурсів. У теоретичному розділі монографії систематизовано моделі щодо формування і розвитку капіталу підприємства, управління його структурою вітчизняних та зарубіжних науковців, обґрунтовано складові елементи системи менеджменту, інформаційно-аналітичне забезпечення процесу розробки та прийняття управлінських рішень. У монографії проведено комплексний аналіз фінансової стійкості аграрних підприємств, зокрема, сільськогосподарських підприємств яєчного птахівництва та молокопереробних підприємств, вивчено практичні підходи до управління структурою капіталу, які стали основою розробки пропозицій щодо удосконалення системи управління.

У монографії висвітлено сучасні прийоми та засоби управління технологічними та організаційними змінами структури капіталу аграрних підприємств, запропоновано методичні підходи до її оптимізації на основі використання статичних та динамічних моделей, сучасного інструментарію управління власним та позиковим капіталом, оборотними та необоротними активами, в т.ч. на основі концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM) та ін.

Монографія призначена для науковців, викладачів, фахівців бізнесу, здобувачів вищої освіти різних рівнів підготовки економічного профілю.

ЗМІСТ

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА	
1.1. Еконічна сутність капіталу підприємства та його класифікація	9
1.2. Принципи та моделі оптимізації структури капіталу підприємства	27
1.3. Критерії оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства	42
РОЗДІЛ 2. ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНИХ МОДЕЛЕЙ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ТА ФАКТОРІВ, ЩО НА НЕЇ ВПЛИВАЮТЬ	
2.1. Теоретичні засади оптимізації структури капіталу підприємства	57
2.2. Життєвий цикл і його співвідношення зі структурою капіталу підприємств	85
2.2.1. Структура капіталу та життєвий цикл підприємства	90
2.2.2. Зовнішні детермінанти структури капіталу	102
РОЗДІЛ 3. ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ КАПІТАЛУ АГРАРНИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ	
3.1. Аналіз джерел формування та рівня використання капіталу молокопереробних підприємств	124
3.2. Аналіз впливу ефективності використання капіталу на платоспроможність та фінансову стійкість молокопереробних підприємств	149
РОЗДІЛ 4. УДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ МОЛОКОПЕРЕРОБНИХ ПІДПРИЄМСТВ	
4.1. Зарубіжний досвід оптимізації структури капіталу та напрями його використання у вітчизняній практиці	147
4.2. Обґрунтування параметрів структури капіталу молокопереробних підприємств	200
4.3. Формування вартісно-орієнтованої системи управління фінансовими	

ресурсами молокопереробних підприємств	4 222
ВИСНОВКИ	238
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	248
ДОДАТКИ	267

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Формування структури капіталу є одним із важливих аспектів діяльності фінансового менеджменту підприємства. Політика у сфері оптимізації структури капіталу впливає як на довгострокову, так і короткострокову фінансову стійкість підприємства та дозволяє ранжувати джерела фінансування за їх пріоритетністю та вартістю. Залежно від пріоритетності, як наслідок, формуються відносини із постачальниками капіталу, якими, зазвичай, виступають акціонери та кредитори. Перші спрямовують у підприємство кошти як власний капітал, інші – як позичений, у формі кредитів та кредиторської заборгованості.

Політика у сфері формування структури капіталу зорієнтована на пошук оптимального поєднання зазначених джерел фінансування, виявлення оптимальної пропорції між власним та позиченим капіталом.

На сьогодні зарубіжні та вітчизняні дослідження не надали точного значення оптимальному співвідношенню між власним та позиченим капіталами. Причиною цього є велика кількість чинників як політичного, економічного, так і соціального характеру, які впливають на формування оптимальної структури капіталу бізнесових структур.

Окрім того, важливого значення набувають й такі фактори як галузеві особливості, рентабельність діяльності, життєвий цикл підприємства, макроекономічні цикли. Перелічені фактори формують унікальну комбінацію, за якою оптимальне значення

левериджу у більшості випадків є індивідуальним для кожного підприємства.

Отже, актуальність дослідження питань щодо формування оптимальної структури капіталу зумовлена необхідністю розробки практичних рекомендацій щодо управління капіталом підприємства, обґрунтування мотивів прийняття рішень менеджерами щодо оптимізації левериджу, а також систематизації факторів, що впливають на боргове навантаження підприємства.

Вагомий науковий внесок у змістовне наповнення категорії «капітал» здійснили О. Бем-Баверка, М. Блауга, Ф. Візера, К. Вікселля, К. Маркса, К. Менгера, У. Петті, Д. Рікардо, А. Сміта, А. Маршалл, Дж. Кларк, І. Фішер та інші. Наукову проблематику капіталу підприємства як об'єкта економічного управління досліджували такі зарубіжні вчені: Б. Атіета, Г. Бхабри, М. Бізон, К. Вегха, Г. Вулетіна, Д. Ворнер, С. Дахер, Ф. Дуки, Д. Дюранда, Н. Кагіяма, А. Кайхай, А. Лінгквіста, Р. Де Лука, С. Майерс, О. Медейрос, М. Міллер, Ф. Модільяні, Т. Моравець, Р. Наес, К. Нордаль, П. Нуньес, С. Серраскьєро, А. Сінгх, Ш. Тітман, Д. Уорнер, Ж. Чен, Р. Чірінко, Л. Шіямом-Сандером, Н. Харада, Ф. Хейдер, А. Ховакіміана, С. Хол Ю. Яо, Д. Ван Хор та багато інших, а також вітчизняні – І. Бланк, І. Булеєв, Н. Брюховецька, Н. Грапко, А. Гейдор, В. Нусінов, А. Поддєрьогін, О. Терещенко, Г. Швиданенко, Н. Шевчук та інші. Однак аналіз зазначених робіт показав, що питання управління сукупним капіталом підприємства як відкритою складною системою в його цілісності з урахуванням взаємозв'язку, взаємозалежності й узгодженості функціонування його складових у напрямі оптимізації його структури потребують подальшого вивчення із

урахуванням змін чинників зовнішнього та внутрішнього середовища. Необхідність подальшого дослідження окреслених проблем з метою забезпечення ефективного управління капіталом аграрних підприємств зумовила вибір теми даного дослідження та його актуальність.

Метою дослідження є узагальнення та поглиблення теоретико-методичних досліджень та проведення аналітичних розрахунків в аспекті розробки рекомендацій щодо удосконалення системи управління капіталом в напрямі підвищення фінансової стійкості підприємства, зростання ринкової вартості підприємства та добробуту власників.

Об'єктом дослідження є процес управління капіталом молокопереробних підприємств на основі використання інструментів фінансового менеджменту.

Предметом дослідження є система фінансово-економічних відносин, що виникають в процесі управління структурою капіталу його оптимізації з метою підвищення фінансової стійкості підприємства.

Дослідження проводилося із застосуванням загальнонаукових та спеціальних методів пізнання: спостереження, економіко-статистичного, логічного та порівняльного аналізу, групування, узагальнення і класифікації, системного та структурного підходів. Сукупний аналітичний потенціал використаного інструментарію забезпечив достовірність висновків і рекомендацій, отриманих в рамках проведеного дослідження.

Теоретико-методичну основу дослідження становлять концептуальні положення фундаментальних і прикладних наукових праць вітчизняних і зарубіжних вчених у галузі економічної теорії, фінансового аналізу, загальної теорії фінансів,

фінансів підприємств і фінансового менеджменту. У процесі дослідження були використані монографії, статті періодичних видань, фінансово-економічна звітність молокопереробних підприємств Київської області.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ ПОЛІТИКИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

1.1 Характеристика чинників, які впливають на фінансову стійкість підприємства

Капітал – є однією з найбільш важливих категорій, дослідження якої економісти проводили на основі існуючих господарських відносин, чим і пояснюється різноманітність поглядів на сутність капіталу. Термін «капітал» у перекладі мови означає головний і в початкових працях економістів використовується як синонім слова багатство, гроші. У процесі еволюції системи господарювання це абстрактне поняття трансформується і наповнюється більш глибоким змістом, що відповідає парадигмі економічного розвитку суспільства. Нині ця економічна категорія має досить різноманітні за своїм змістом підходи до дефініції: вартісна оцінка факторів виробництва, що знаходиться у розпорядженні підприємства за мінусом зобов'язань; грошові та матеріальні накопичення, які інвестуються власником у процесі виробництва з метою одержання прибутку і т.д.

Узагальнення підходів до дефініції економічної категорії «капітал» та їх еволюцію представлено у таблиці 1.1.

Вивчення праць сучасних вітчизняних та іноземних учених дозволило встановити, що окремі автори під капіталом

підприємства розглядають всю власність, що знаходиться в його розпорядженні, сформовану за рахунок власних і позичкових засобів. Деякі автори при визначенні обсягу капіталу підприємства виключають короткострокові зобов'язання, залишаючи в його складі тільки активи, сформовані за рахунок власного (акціонерного) капіталу і довгострокових фінансових зобов'язань. Третій підхід до визначення суми капіталу ґрунтується на виключенні із загальної валюти балансу тільки короткострокової кредиторської заборгованості нефінансового характеру (товарного кредиту, що надається постачальниками).

Розглянемо часткові теорії капіталу, які виникли протягом ХХ ст. і названі так тому, що не охоплюють капітал як цілісність, а розглядають лише окрему його складову. Перша з часткових теорій – монетаристська, яка абсолютизує роль фінансової сфери в економіці, а головну роль віддає фінансовому (грошовому) капіталу [15, с.11].

Таблиця 1.1

Систематизація поглядів на категорію «капітал» в ретроспективі та на сучасному етапі розвитку економічних відносин

Економічна школа	Представник	Визначення капіталу
Античність [1]	Аристотель (384-322 до н.е.)	Джерело нагромадження багатства (увівтермін “хремастика”, під якою розглядав діяльність, спрямовану на отримання прибутку та накопичення багатства)
Середньовіччя-на латина	XIV—XVI ст.	«Капітал» розглядала як голову великої або дрібної домашньої худоби, тобто джерело

[2]		багатства в суспільстві
Меркантилісти [3]	Т. Ман (1571-1641); А. Монкретьєн (1575-1622); Г. Скаруффі (1519-1584)	Абсолютна форма багатства. Специфічною формою багатства вважали гроші у вигляді дорогоцінних металів (золота, срібла). Гроші уявлялось багатством у формі капіталу, що знаходиться у постійному русі.
Фізіократи [4]	Ф. Кене (1694-1774)	Сума грошей, авансована у виробництво. Гроші самі по собі є безплідним багатством, лише матеріальна форма капіталу може приносити дохід, лише природні ресурси (земля) є джерелом багатства.
Класична економічна школа [5, 6]	У. Петі (1623-1687)	Грошова вартість. Матеріальною основою багатства слугує земля, природа, а творець багатства – праця.
	А Сміт (1723-1790), Д. Рікардо (1772 – 1823)	Капітал як накопичений запас (частина багатства), потрібний для подальшого виробництва від якого розраховують отриманий прибуток
Марксизм [7]	К. Маркс (1818-1883)	Гроші, що беруть участь у процесі обігу. Капітал – це не річ, а певне суспільне, виробниче відношення, що належать певній історичній формації суспільства, яке представлене у речі і надає цій речі специфічний суспільний характер.
Австрійська школа [8]	Е. Бем-Баверк (1851-1919)	Капітал – це похідна сутність від первісних – праці та землі. Саме їхніми складовими (затратами) в попередній час визна-чається величина капіталу – як засоби, що приносять дохід.
	К. Менгер (1840-1921)	Економічні блага, що спрямовані на майбутнє, беруть участь у виробництві і є джерелом доходу
Неокласична школа [9]	І. Фішер (1867–1947)	Капітал як запас багатства у певний час, як здатність багатства і власності приносити їхньому власникові постійний дохід у

		вигляді «потоків послуг».
	Л. Вальрас (1834-1910)	Відносив до капіталу будь-яке суспільне багатство, яке використовується більше одного року. стверджував, що на відміну від конкретних товарів виробничого призначення, капітал є кількісною мірою вартості.
	К.Віксель (1851-1926)	Капітал є кількісною мірою вартості. Його структура визна-чається пропорцією первинних виробничих факторів, які щорічно інвестуються, та часом, впродовж якого інвестуються різні засоби виробництва.
	А. Маршал (1842-1921)	Капітал є один із факторів виробництва. Виділяв два підходи в тлумаченні сутності капіталу: на мікрорівні, зазначав, що це частина багатства власника, яку він може використати для отримання доходу; на макрорівні капіталом є сукупність засобів виробництва, забезпечена ресурсами праці та землі.
	П. Самуельсон (1915)	Ресурс довготривалого користування, створений з метою виробництва.
Кейнсіанство [10]	Дж.М. Кейнс (1883–1946)	Капітал – це багатство, що приносить дохід, проте багатство є капіталом лише у тому разі, якщо відбудеться перевищення доходу від цього вкладення над доходом від банківського процента.
Інституціоналізм [11, 12]	Т. Веблен (1857-1929)	Капітал втілюється не у засобах виробництва, а в цінних паперах, і переходить із матеріальної форми в нематеріальну.
	Дж. Гелбрейт (1908-2006)	Капітал перебуває в двох формах: матеріальний та нематеріальний, людина посідає провідну роль в економіці.
Теорія	Й. Шумпетер	Капітал, це важіль, котрий дає змогу

економічно го розвитку [13]	(1883–1950)	підприємцю отримувати в своє розпорядження потрібні йому конкретні блага для досягнення нової мети, а також орієнтувати виробництво в новому напрямі.
Монетариз м [14]	М. Фрідмен (1912-2006)	Капіталом є все те, що приносить дохід, а точніше – будь-яке благо, що приносить дохід своєму власникові.

Джерело: узагальнено авторами.

Вивчення праць сучасних вітчизняних та іноземних учених дало змогу з'ясувати, що окремі автори під капіталом підприємства розглядають всю власність, що знаходиться в його розпорядженні, сформовану за рахунок власних і позичкових засобів. Деякі автори при визначенні обсягу капіталу підприємства виключають короткострокові зобов'язання, залишаючи в його складі тільки активи, сформовані за рахунок власного (акціонерного) капіталу і довгострокових фінансових зобов'язань. Третій підхід до визначення суми капіталу ґрунтується на виключенні із загальної валюти балансу тільки короткострокової кредиторської заборгованості нефінансового характеру (товарного кредиту, що надається постачальниками).

Так, І.Т. Балабанов пропонує розглядати капітал як частину фінансових ресурсів: «капітал – це гроші, випущені в обіг, і доходи, що вони приносять від цього обігу» [16, с.56-58]. Водночас Н.А. Русак і В.А. Русак відзначають, що капітал «...це засоби, вкладені в суб'єкт господарювання на початку або впродовж господарської діяльності з метою отримання прибутку (доходу)» [17, с.168].

Подібну думку обґрунтовує В.В. Селезньов, який зазначає,

що капітал – це фінансові ресурси, які використовуються на розвиток виробничого процесу (купівля сировини, товарів та інших предметів праці, робочої сили, інших елементів виробництва), що становлять капітал у його грошовій формі [18, с.65].

Відповідно до підходу С.В. Моїсєєвата В.І. Терьохіна, фінансовий капітал –це фінансові кошти підприємства, відображені в пасиві його бухгалтерського балансу. При цьому фінансовий капітал поділяється на власний, тобто сформований за рахунок власних джерел фінансових ресурсів, і позичковий, формування якого здійснюється за рахунок позичкових фінансових джерел [19, с.34].

Вважаємо, що дефініцію цього поняття урахуванням необхідності кругообігу запропонував В.Г. Білоліпецький, який визначає капітал як частину фінансових ресурсів, задіяних підприємством в оборот, і доходи, що вони приносять від цього обороту. У такому тлумаченні капітал виступає як перетворена форма фінансових ресурсів [20]. У свою чергу, І.О. Бланк, розглядаючи капітал з позиції фінансового менеджменту, формулює його визначення таким чином: «Капітал підприємства характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів» [21, с.18].

Отже, у вітчизняній та зарубіжній науково-практичній літературі наводяться різнонаправлені підходи до визначення сутності капіталу, які ґрунтуються на характерних його властивостях.

Серед численних дефініцій капіталу О.О. Терещенко виокремлює: макро-економічний підхід (з народногосподарського погляду); мікроекономічний підхід (з погляду суб'єктів господарювання) [22]. Так, із народногосподарського підходу під капіталом розуміють один із трьох факторів виробництва разом із землею та працею: із капіталом ідентифікуються виробничі засоби, що можуть бути використані для ведення господарської діяльності (виробництва товарів, робіт, послуг).

У фінансовій науці досить часто застосовується також монетарний підхід, згідно з яким капітал прирівнюється до грошових ресурсів, що спрямовуються на фінансування інвестицій, тобто під капіталом розуміють грошові кошти [23, с.31]. Проте капіталом вважаються лише ті грошові кошти, які використовуються для забезпечення зростання наявної вартості. Гроші стають капіталом переважно за умови їх нагромадження, зберігання та продажу на грошовому ринку, оскільки це дає власникові їх додатковий дохід у вигляді процента [24, с.13].

За трактування капіталу як категорії фінансів підприємств у науково-практичній літературі зазвичай розрізняють дві його форми: конкретний капітал та абстрактний капітал. Виходячи з того, що магістерська робота має своїм предметом оптимізацію процесів фінансування господарської діяльності, тому вважаємо за необхідне зосередити увагу на абстрактному капіталі. Заслуговує розгляду концепція капіталу, обґрунтована родоначальником німецької економічної науки, засновником Кельнської школи економіки підприємства проф. Е.

Шмаленбахом. За цією версією, під капіталом слід розуміти абстрактну вартість, яка відображається в балансі підприємства [25,с.31]. При цьому під абстрактним капіталом розуміють сукупність усіх позицій пасиву балансу.

Серед вітчизняних економістів найкращим вчином, на нашу думку, обґрунтував сутність капіталу підприємства проф. В. В. Сопко. Він обґрунтовує позицію, що капітал – це власність відповідної фізичної або юридичної особи на активи: майно і об’єкти (ресурси), наявні в підприємства [26, с.185]. Пасивна сторона балансу містить інформацію про те, яку частину капіталу надано в розпорядження підприємства його власниками (власний капітал) і яку – кредиторами (позичковий капітал).

Отже, визначення поняття «капітал» залежить від того, який підхід автором взято за основу розгляду його дефініції. Однак усі ці визначення розглядають капітал як вкладення фінансових ресурсів (власних і позичкових засобів) у підприємство з метою їх збільшення в майбутньому. Капітал підприємства формується за рахунок різних зовнішніх і внутрішніх джерел фінансування й розподіляється на матеріальні та нематеріальні активи, що створюють дохід, беручи участь у різних виробничих процесах. У зв’язку з цим постає необхідність розгляду особливостей формування структури капіталу підприємства.

Структура капіталу – спеціальне логічне поняття, введене в сучасний фінансовий аналіз для позначення комбінації (співвідношення) джерел позичкового і власного фінансування, прийнятої в підприємства для реалізації її ринкової стратегії. Нині цей термін часто замінюють поняттям «фінансовий важіль»,

і цей вираз увійшов у обіг не випадково. Важіль – інструмент, що полегшує або примножує ефект затрачених зусиль. Залучення позичкового фінансування повинно сприяти виконанню стратегічних задач власника. У контексті фінансування термін «фінансовий важіль» відсилає нас до регулярної практики фінансування довгострокового розвитку за рахунок позичкових засобів заради досягнення інтересів власника, а точніше – зростання ринкової вартості активів підприємства.

Ураховуючи теоретичні засади щодо сутності капіталу можна зробити висновок про те, що капітал підприємства формується в процесі як створення підприємства, так і його функціонування, тобто (у процесі здійснення фінансово-господарської діяльності).

Водночас, у межах бухгалтерського підходу під капіталом розуміють інтерес власників у його активах, тобто у даному випадку капітал розглядається як різниця між сумою активів і зобов'язань підприємства, тобто чисті активи [27].

На основі узагальнення підходів до дефініції економічної сутності капіталу підприємства нами систематизовано його характерні риси (табл. 1.2).

Процес формування капіталу підприємства базується на основі таких принципів урахування перспектив розвитку господарської діяльності підприємства: забезпечення відповідності обсягу капіталу, який залучається, до обсягу активів підприємства, що формуються; забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного його функціонування; забезпечення мінімізації затрат щодо формування капіталу з різних джерел; забезпечення

високоєфективного використання капіталу в процесі господарської діяльності (дод. А).

Водночас, капітал, з одного боку – це сукупність ресурсів, які можуть приносити економічні вигоди, а з іншого – це: виробничі відносини (основний та оборотний капітал); відносини власності (власний та залучений капітал) [29].

Зазначимо, що основний капітал переноситься на кінцевий продукт (відтворюється у ньому) частинами протягом тривалого строку за допомогою механізму амортизації. До основного капіталу відноситься та частина капіталу, яка авансується для придбання засобів праці: основних засобів (машин, обладнання, споруд тощо), нематеріальних активів, довгострокових фінансових інвестицій, довгострокової фінансової заборгованості, відстрочених податкових активів та інших необоротних активів [30, с.312]. Під зносом основних засобів розуміють часткову або повну втрату основними засобами споживчих властивостей і вартості в процесі експлуатації [31, с.174].

Таблиця 1.2

Класифікація капіталу підприємства

Характеристика капіталу підприємства	Обґрунтування характеристики капіталу підприємства
1. Капітал підприємства є основним фактором виробництва	В економічній теорії виділяють три основних фактори виробництва, які забезпечують господарську діяльність підприємств: капітал; земля та інші природні ресурси; трудові ресурси. У системі цих факторів виробництва капіталу відводиться

	пріоритетна роль, оскільки він об'єднує всі фактори в єдиний виробничий комплекс
2. Капітал характеризує фінансові ресурси підприємства, які забезпечують дохід	У цій своїй якості капітал може виступати ізольовано від виробничого фактора – у формі позикового капіталу, який забезпечує формування доходів підприємства не у виробничій (операційній), а у фінансовій (інвестиційній) сфері його діяльності
3. Капітал є головним джерелом формування добробуту його власників	Капітал забезпечує необхідний рівень добробуту його власників як у поточному, так і в перспективному періодах. Частина капіталу, спрямована на задоволення поточних чи перспективних потреб його власників, вже не виконує функцію капіталу. Капітал, який накопичується, повинен задовольнити потреби його власників у перспективному періоді, тобто формує рівень майбутнього їх добробуту
4. Капітал підприємства є головним вимірником його ринкової вартості	У цій якості, перш за все, виступає власний капітал підприємства, який визначає обсяг його чистих активів. Разом із тим обсяг власного капіталу, який використовує підприємство, одночасно характеризує і потенціал залучення ним позикових фінансових засобів, які забезпечують отримання додаткового прибутку. У сукупності з іншими, менш значимими факторами, формується база оцінки ринкової вартості підприємства
5. Динаміка капіталу підприємства є важливим барометром рівня ефективності його господарської діяльності	Здатність власного капіталу до зростання швидкими темпами характеризує високий рівень формування й ефективний розподіл прибутку підприємства, його спроможність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел. І навпаки, зниження обсягу власного капіталу є, як правило, наслідком неефективної, збиткової діяльності підприємства

Джерело: складено автором за джерелами [21, 28].

У свою чергу, оборотний капітал, на відміну від основного, повністю переноситься на кінцевий продукт протягом одного виробничого циклу, в кінці якого повністю відтворюється в цьому продукті. До оборотного капіталу відноситься капітал, який авансується на купівлю предметів праці (сировини, палива, напівфабрикатів тощо) та робочої сили [32,с.242]. Упродовж одного обороту основного капіталу (від моменту вкладення грошових коштів у придбання основних активів до їх відтворення) оборотний капітал здійснює безліч оборотів, тому прискорення оборотності обігових коштів є першочерговим завданням підприємств у сучасних умовах [33, с.45-47].

Отже, кругообіг капіталу – це безперервний його рух, у якому капітал послідовно перетворюється з однієї функціональної форми (грошової, виробничої, товарної) в іншу та перетворюється до вихідної форми. Починаючи виробництво, необхідно володіти певною грошовою сумою, тобто мати капітал у грошовій формі. Перша стадія кругообігу капіталу – закупівля ресурсів. Друга – виробниче споживання засобів виробництва та робочої сили. Капітал змінює виробничу форму на товарну. На третій стадії кругообігу капіталу здійснюється продаж товару, а капітал змінює товарну форму на грошову (рис. 1.1).



Виробничий капітал

Товарний капітал

Рис. 1.1. Кругообіг капіталу підприємства

Джерело: складено автором за джерелами [34].

Серед особливостей кругообігу капіталу необхідно виділити такі: величина грошового капіталу в кінці кругообігу є більшою, ніж на початку; рух капіталу не обмежується одним оборотом, підприємець знову й знову пускає в роботу свій капітал, унаслідок цього форма кругообігу капіталу набуває вигляду спіралі; капітал підприємства повинен одночасно бути в трьох формах: грошовій, виробничій, товарній; можливість успішної діяльності підприємства полягає у безперебійній зміні капіталом своїх форм [35, с. 32-43].

Як відомо, усі види фінансових ресурсів відображаються у відповідних розділах пасиву балансу підприємства, склад і обсяг капіталу якого залежать від виду й розміру підприємства, роду його діяльності, обсягів виробництва. При цьому обсяг фінансових ресурсів тісно пов'язаний із обсягом виробництва, ефективністю діяльності підприємства, адже зі збільшенням обсягу виробництва і підвищенням ефективності діяльності підприємства збільшується обсяг власного фінансового капіталу, і навпаки [36, с. 150].

Існують й інші підходи до класифікації капіталу

підприємства. Так, за формами власності виділяють приватний і державний капітал, інвестований у підприємство в процесі формування його статутного капіталу.

За організаційно-правовими формами діяльності виділяють такі види капіталу: акціонерний (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств); пайовий (капітал партнерських підприємств – товариств з обмеженою відповідальністю, командитних і т.д.) і індивідуальний (капітал індивідуальних підприємств-сімейних і т.д.).

За характером використання власником виділяють споживчий і накопичувальний (реінвестиційний) види капіталу. Споживчий капітал після його розподілу на цілі споживання втрачає функції капіталу. Він являє собою відтік засобів підприємства, здійснюваний з метою споживання (виплати дивідендів, відсотків, соціальні потреби підприємства і його працівників). Капітал, що накопичується, характеризує різні форми його приросту в процесі капіталізації прибутку, дивідендних виплат і т.д. (дод. Б).

Отже, капітал підприємства розглядається як накопичений шляхом збереження запас економічних благ у формі грошових коштів і реальних капітальних товарів, що залучається його власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу, функціонування яких в економічній системі ґрунтується на ринкових принципах і пов'язане з фактором часу, ризику і ліквідності [37, с.118].

Поділяємо думку науковців, що неправильно ототожнювати поняття «капітал» і «активи», тому що термін «капітал» означає

право власності, отже, термін не може означати речовий елемент, наприклад «оборотний капітал» чи «основний капітал» [38].

Величина активів підприємства та його капітал є різними показниками, які характеризують один і той самий об'єкт: сукупність усіх вартостей, що використовуються у виробничому процесі для досягнення поставлених перед підприємством цілей. Майно підприємства (активи) є дзеркальним відображенням капіталу, який у нього інвестований. Активи показують напрямки конкретного використання залучених фінансових ресурсів, а капітал (пасиви) – зобов'язання підприємства перед кредиторами та власниками. Саме тому загальна величина активів має дорівнювати сумі пасивів підприємства. Зіставлення активів і пасивів здійснюється в процесі складання балансу (звіт про фінансовий стан підприємства, який відображає на певну дату його активи та капітал). Безпосередній зв'язок між окремими позиціями капіталу й активів у балансі не відображається. Напрямки використання фінансових ресурсів доцільно узгоджувати із джерелами їх залучення на стадії довгострокового фінансового планування та бюджетування.

Власний капітал – це власні джерела фінансування підприємства, які внесені його засновниками (учасниками), або суми реінвестованого чистого прибутку, нагромаджені протягом строку існування підприємства, а також дарчий капітал. На момент утворення підприємства його початковий капітал втілений в активах, інвестованих засновниками (учасниками), й оцінюється вартістю майна підприємства. У процесі господарської діяльності у підприємства виникає заборгованість

(зобов'язання). Власний капітал підприємства є часткою в активах підприємства, яка залишається після відрахування його зобов'язань [39, с.1122-1125].

Утворення власного капіталу відбувається за рахунок зовнішніх і внутрішніх джерел власних коштів. До зовнішніх джерел формування власного капіталу належать, по-перше, кошти, що формуються як за рахунок особистих внесків, так і за рахунок можливостей фінансового ринку; по-друге, кошти, що формуються у порядку розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів у масштабах економічної системи держави. До внутрішніх джерел формування власного капіталу належать фінансові ресурси, які формуються в процесі виробничо-фінансової діяльності підприємства.

Власний капітал є основою для початку і продовження господарської діяльності будь-якого підприємства, тому при його формуванні слід дотримувати певних принципів, зокрема: враховувати специфіку діяльності підприємства, а також перспективи його подальшого розвитку; правильно визначити загальну потребу у власному капіталі, який буде спрямований на формування оборотних і позаоборотних активів підприємства; забезпечити формування оптимальної величини власного капіталу; намагатися мінімізувати витрати, що виникають у зв'язку з формуванням капіталу; забезпечувати високий рівень ефективності функціонування підприємства, який реалізується шляхом збільшення величини власного капіталу [40].

Власний капітал відповідно до П(С)БО 2 «Баланс» включає статутний капітал, пайовий капітал, додатковий вкладений капітал, інший додатковий капітал, резервний капітал, нерозподілений прибуток (непокритий збиток). Крім основних складових елементів власного капіталу П(С)БО 2 визначає також коригуючі показники, які відображають рух власного капіталу в процесі його формування й управління. До коригуючих показників власного капіталу відносять: неоплачений капітал; вилучений капітал.

Власний капітал характеризується простотою залучення, він забезпечує стабільніший фінансовий стан підприємства і зниження ризику банкрутства.

Сутність власного капіталу підприємства проявляється через його функції. Серед них можна виокремити такі основні функції: заснування та введення в дію підприємства; відповідальності та гарантії; захисна; фінансування та забезпечення ліквідності; основи нарахування дивідендів і розподілу майна; управління та контролю; рекламна (репрезентативна) [42].

Окрім власного капіталу фінансові ресурси підприємства формуються також за рахунок залучених і позикових коштів.

До складу залучених фінансових ресурсів включають кредиторську заборгованість за товари (роботи, послуги), а також всі види поточних зобов'язань підприємства за розрахунками: суму авансів, отриманих від юридичних і фізичних осіб у рахунок подальших поставок продукції, виконання робіт,

надання послуг; суму заборгованості підприємства з усіх видів платежів до бюджету, включаючи податки, утримувані з доходів працівників; заборгованість за внесками в позабюджетні фонди, фонд соціального страхування його працівників; заборгованість підприємства з виплати дивідендів його засновникам; суму векселів, яку видало підприємство постачальникам, підрядникам у рахунок забезпечення поставок продукції, виконання робіт, надання послуг тощо [43].

Позиковий капітал – це частина авансового капіталу, сформована за рахунок ще не повернутих позичкових джерел, які повинні бути відшкодовані кредиторам через певний строк в обумовленій формі. До складу позикового капіталу входять довго- і короткострокові кредити банків, а також інші довгострокові фінансові зобов'язання, пов'язані із залученням позикових коштів (крім кредитів банків), на які нараховуються відсотки, та ін. [44].

Безоплатним для підприємства є використання і такого джерела позикового капіталу, як кредиторська заборгованість по заробітній платі, за товари і послуги, за розрахунками з бюджетом, за страхування тощо.

Використання позикового капіталу надає підприємствам, крім прямих, раніше розглянутих нами переваг, і опосередковані переваги, як наприклад, зменшення бази оподаткування, а відтак, і скорочення платежів до бюджету (проценти за кредит відносять до валових витрат і завдяки цьому зменшується прибуток до оподаткування). Підприємство може отримати додаткову вигоду від використання позикового капіталу в період погашення темпів

інфляції. Це зумовлено тим, що повернення боргу здійснюється грошима меншої купівельної спроможності.

Водночас залучення підприємствами позикового капіталу несе в собі і певні загрози. Головна з них – це зростання ризику зниження їх фінансової стійкості та платоспроможності. Крім того, виплачені проценти за кредит є елементом витрат, а отже, вони зменшують масу прибутку підприємства і рентабельність авансового капіталу.

Отже, стає очевидним, що одним із принципових питань формування авансового капіталу є визначення допустимої з економічного погляду частки позикового капіталу відносно до частки капіталу, сформованої за рахунок власних коштів. Обґрунтовану відповідь на це питання можна дати на підставі оцінки норми прибутку на авансовий капітал, що використовує підприємство в процесі виробництва, і процентної ставки за кредит. Якщо останній показник перевищує перший, підприємству економічно вигідніше орієнтуватися на збільшення власних коштів і скорочувати позиковий капітал. Коли норма прибутку на авансовий капітал вища від процентної ставки за кредит, прибуток зростає на одиницю власного авансового капіталу, тобто йому стає економічно вигідним залучати позиковий капітал [45, с.112].

Підприємство, як відкрита система та самостійний учасник ринкових відносин, має унікальну структуру внутрішнього та зовнішнього середовища, унаслідок чого формується властива лише йому структура капіталу, з певним рівнем ризику втрати фінансової стійкості та відповідною вартістю капіталу. Тому

важливим для підприємства є розробка дієвої системи управління капіталом, яка дасть змогу оптимізувати його структуру, що сприятиме мінімізації ризику втрати фінансової стійкості на основі ідентифікації основних чинників впливу, визначенні періодичності проведення контролю та результативності таких дій.

1.2. Принципи та моделі оптимізації структури капіталу підприємства

Оптимізація структури капіталу підприємства є складовим етапом процесу управління фінансовою стійкістю та є одним із найбільш значимих функціональних напрямів системи фінансового менеджменту, який досить тісно пов'язаний з іншими системами управління, органічно входить до системи управління доходами та витратами, рухом активів, капіталу та грошових потоків, управління структурою капіталу, показниками ліквідності та платоспроможності, ділової активності, рентабельності, іншими аспектами його діяльності.

Під оптимізацією структури капіталу підприємства варто розуміти систему принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із забезпеченням такого стану фінансових ресурсів і активів, їх формуванням та розподілом, яка б давала змогу підприємству розвиватися на основі зростання прибутку та капіталу при збереженні платоспроможності і кредитоспроможності, забезпечення і підтримання його фінансової рівноваги.

Вважаємо, що метою оптимізації структури капіталу підприємства є постійна підтримка заходів, спрямованих на запобігання кризовим ознакам втрати стабільності діяльності, платоспроможності та кредитоспроможності.

У даному підрозділі розглянемо підходи до обґрунтування теоретичних засад оптимізації структури капіталу та складові процесу управління фінансовою стійкістю підприємства, основною метою якого є мінімізація ризиків втрати фінансової стійкості та максимізації рентабельності власного капіталу.

Узагальнення теорії структури капіталу є основними при розгляді процесу оптимізації структури капіталу підприємства. Зазначимо, що не всі з них пропонують конкретний алгоритм розрахунку або наочну модель, яка пропонує оптимальне співвідношення власного та позичкового капіталу. Наприклад, теорія ієрархії пропонує лише перелік джерел фінансування, які розташовуються в певному порядку залежно від переваги того чи іншого джерела, найбільш безпечного для власників підприємства. Проте базові теорії, розроблені починаючи від 1958 р., тобто виходу першої роботи Ф. Модільяні та М. Міллера [46], нині широко застосовуються для оцінки оптимальності побудови структури капіталу окремими компаніями, тобто в прикладних дослідженнях.

Нині не існує єдиних рецептів щодо формування оптимальної структури капіталу підприємства через вплив численних факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, а також сучасної практики управління капіталом підприємства. Саме тому постає потреба гнучкого використання теоретико-методичних розробок

зарубіжної фінансової науки, а також вітчизняної практики та чинного законодавства у цій сфері.

Розглянемо насамперед існуючі дефініції щодо оптимального співвідношення між позиковим та власним капіталом. Так, І. Бланка вважає, що оптимальною структурою капіталу є таке співвідношення використання позикових і власних коштів, за умов яких здійснюється ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової прибутковості та коефіцієнтом стійкості підприємства, тобто збільшується його ринкова вартість [21]. На думку М. Єрмошенко оптимізація структури капіталу забезпечує таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, унаслідок якого створюється ефективна пропорційність між прибутковістю та фінансовою стійкістю підприємств [47]. Отже, оптимізація структури фінансового забезпечення підприємств передбачає визначення такого співвідношення між вартістю, втіленою у кошти підприємства, які йому належать і приносять прибуток, та вартістю, інвестованою в кошти, що залучаються на основі їх повернення, за умови якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства.

Очевидно, що забезпечити цілеспрямоване формування структури капіталу, яка сприятиме найбільш ефективному його використанню на підприємстві, можливо за умови урахування суб'єктивних та об'єктивних чинників:

галузеві особливості функціонування підприємства, характер яких визначає структуру активів підприємства, їх ліквідність, тривалість операційного циклу. Так, підприємства із високим

рівнем фондомісткості продукції при високій частці необоротних активів, як правило, мають не високий кредитний рейтинг та орієнтовані у діяльності на використання власного капіталу. Чим нижчим є часовий лаг операційного циклу, тим вищі можливості у підприємства є щодо залучення позикового капіталу;

стадія життєвого циклу. Підприємства, що перебувають на ранніх етапах життєвого циклу та є конкурентоспроможними, частіше залучають для розвитку господарської діяльності позиковий капітал. Хоча для цих підприємств їх вартість позикового капіталу може бути вище середньоринкового значення, оскільки рівень фінансових ризиків є більш високим, які враховують їхні кредитори;

кон'юнктура товарного ринку. Очевидно, що стабільна кон'юнктура передбачає більш високу частку та безпечно використання позичкового капіталу, і навпаки, у випадку дестабілізації ситуації скорочується частка використання позикового капіталу, оскільки підвищується ризик втрати платоспроможності, тому необхідно знижувати коефіцієнт фінансового левериджу за рахунок зменшення обсягу позичкового капіталу;

кон'юнктура фінансового ринку, яка зумовлює зміну вартості позичкового капіталу. При зростанні вартості позичкового капіталу коефіцієнт фінансового левериджу може мати негативне значення, що призводить до різкого зниження рівня фінансової рентабельності, а іноді й до збиткової діяльності підприємства. При зниженні вартості позичкового капіталу знижується ефективність використання довгострокового позичкового

капіталу. Кон'юнктура фінансового ринку впливає й на вартість залучення власного капіталу із зовнішніх джерел: із підвищенням норми позичкового проценту посилюються вимоги інвесторів до норми прибутку на вкладений капітал;

рівень рентабельності операційної діяльності. Високий рівень рентабельності підвищує кредитний рейтинг підприємства та розширює потенційні можливості використання позичкового капіталу. Однак цей потенціал може залишитися не використаним, оскільки підприємство може задовольнити додаткову потребу в капіталі за рахунок більш високого рівня капіталізації одержаного прибутку;

коефіцієнт операційного левериджу. Збільшення прибутку можливо забезпечити за рахунок спільного прояву ефекту операційного та фінансового левериджу. Підприємство зі зростаючим обсягом діяльності, але низьким коефіцієнтом операційного левериджу внаслідок галузевих особливостей, можуть збільшити цей коефіцієнт, тобто залучити більшу частку позичкових коштів у загальній сумі капіталу;

відношення кредиторів до підприємства. При оцінці кредитного рейтингу підприємства кредитор керується критеріями, які не завжди співпадають із показниками внутрішньої оцінки кредитоспроможності підприємства. Іноді, у випадку високого рівня фінансової стійкості підприємства, кредитори можуть базуватися на критеріях, які формують її негативний імідж та знижують її кредитний рейтинг. Це негативно впливає на можливості залучення позичкового капіталу, знижує фінансову гнучкість підприємства, тобто

здатність оперативно формувати капітал за рахунок зовнішніх джерел;

рівень оподаткування прибутку. При низьких ставках податку на прибуток або використання податкових пільг різниця у вартості власного та позичкового капіталу, що залучається із зовнішніх джерел, скорочуються. За таких умов раціональним є формування капіталу із зовнішніх джерел за рахунок випуску акцій або залучення додаткового пайового капіталу. При високій ставці податку на прибуток підвищується ефективність залучення позичкового капіталу;

менталітет власників та менеджерів підприємства. Не розуміння високого рівня ризиків формується консервативний підхід власників і менеджерів до фінансування підприємства, основу якого становить власний капітал. І навпаки, орієнтацію підприємства до одержання високого прибутку, незважаючи на високий рівень ризиків, передбачає агресивний підхід до розвитку підприємства, за умови використання позичкового капіталу є максимальним;

рівень концентрації власного капіталу. З метою збереження фінансового контролю над управлінням підприємством його власники не мають бажання залучати додатковий власний капітал із зовнішніх джерел.

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

оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової

рентабельності (рентабельності власного капіталу) при різній структурі капіталу. Очевидно, що для будь-якого суб'єкта господарювання досягнення найбільш ефективного використання фінансових ресурсів буде можливим, якщо сума власного капіталу дорівнює сумі позикового капіталу. Однак умовою приросту чистої рентабельності власного капіталу є забезпечення умови рентабельність активів більше середньої процентної ставки за кредит;

оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її 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 підприємства. Вирішення задачі побудовано на виявленні тенденції зміни ціни кожного джерела ресурсів при зміні фінансової структури підприємства. Збільшення частки позикових коштів у загальній сумі джерел супроводжується більш швидкими темпами зростання ціни власного капіталу, ніж ціни позикових коштів. Виходячи з того, що ціна позикових коштів є дещо нижчою, ніж власних, існує оптимальна структура капіталу, що мінімізує їхню середньозважену ціну, а відповідно максимізує ціну підприємства;

оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Даний метод пов'язаний із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства. Із цією метою всі активи

підприємства поділяються на такі три групи: необоротні активи; постійна частина оборотних активів; змінна частина оборотних активів (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Оптимізація співвідношення власного і позикового капіталу

Джерело: розроблено авторами.

На основі оптимізаційних розрахунків формується показник цільової структури капіталу. Граничні рівні максимально рентабельної і мінімально ризикової структури капіталу дозволяють визначити поле вибору конкретних його значень на плановий період. У процесі такого вибору враховують фактори, що характеризують особливості діяльності даного підприємства. Найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу підприємства може бути метод, який ґрунтується на одночасній максимізації зростання рентабельності власного капіталу та рівня фінансової стійкості.

Актуальність питання щодо формування оптимальної структури капіталу для українських підприємств зумовлює необхідність обґрунтування відповідного методичного підходу. Так, можна виділити декілька критеріїв, які можуть бути основними при визначенні «оптимальної» структури капіталу господарюючого суб'єкта:

політику фінансування активів. Формування структури капіталу підприємства із урахуванням зазначеного критерію базується на вивченні співвідношення між статтями активу та пасиву балансу, дозволяє визначити необхідну величину та частки тих або інших джерел фінансування;

вартість підприємства. Існують різні теорії, які розглядають взаємозв'язок структури капіталу та вартості підприємства як бізнесу. При цьому «оптимальною» є структура капіталу, яка

сприяє досягненню максимальної вартості підприємства;

вартість капіталу. Оскільки як власний, так й позичковий капітал мають для підприємства свою вартість – вартість обслуговування, «оптимальна» структура із цієї точки зору – структура, яка сприяє мінімізації вартості капіталу;

ризик. При формуванні структури капіталу підприємству необхідно враховувати прояв різних ризиків. Так, зокрема, до них відноситься ризик часткового або повного неповернення позичкових коштів, ризик обслуговування позики (невиплати процентів), ризик банкрутства. При цьому підприємство може поставити задачу оптимізації структури капіталу при існуючих обмеженнях з точки зору зниження певних видів ризиків;

рентабельність. Відомо, що залучення позикових коштів може зумовити підвищення рентабельності власного капіталу підприємства за рахунок ефекту фінансового важіля. Оптимальна структура капіталу у даному випадку максимізує рентабельність підприємства, тобто дозволяє одержати найбільший прибуток при існуючій частці власного капіталу. Окрім того, на основі наведених критеріїв можна виділити показники більш складного порядку, наприклад, співвідношення «ризик-дохідність (рентабельність)». Очевидно, що кожний із виділених критеріїв оптимізації є важливим при формуванні структури капіталу підприємства. Однак, на нашу думку, найбільш значим із перелічених показників діяльності підприємства, що характеризує ефективність використання капіталу, інвестованого його власниками, є рентабельність власного капіталу(ROE),

оскільки однією із основних сутнісних характеристик капіталу саме є здатність приносити дохід. Важливість коефіцієнта рентабельності власного капіталу та його віднесення до одного із найбільш важливих фінансових коефіцієнтів підкреслюють П. Фітцпатрік, Дж. Х. Блісс, К. Ріккей. Отже, поділяючи погляди науковців щодо пріоритетності показника ROE, під оптимальною структурою капіталу підприємства ми будемо розуміти таке співвідношення власного та позичкового капіталу, яке із урахуванням особливостей функціонування підприємства дозволяє йому максимізувати рентабельність власних коштів, тобто одержати максимальний обсяг чистого прибутку на авансований у діяльність власний капітал. Додержуючись даного визначення, розглянемо базові принципи існуючих методичних підходів до оптимізації структури капіталу саме неплатоспроможного підприємства на основі критерію рентабельності власного капіталу. Так, можна виділити наступні методичні підходи до розрахунку оптимальної структури капіталу: методику розрахунку ефекту фінансового левериджу; методику розрахунку виробничо-фінансового левериджу; EBIT-EPS-підхід; метод «Дюпон» (табл. 1.3).

Узагальнення та аналіз вищеперелічених підходів до формування структури капіталу дозволили нам виявити їх загальні недоліки, що обмежує їх використання на практиці: відсутнє чітке розмежування позикових коштів на довгострокові та короткострокові; не проводиться аналіз внутрішньої структури власних та позикових пасивів; власні засоби підприємства

визначаються як безкоштовні та в розрахунок не беруться, що, на нашу думку, є невиправданим; жоден із вищезазначених методів не може повною мірою задовольнити запити менеджерів та власників щодо прийняття рішення про оптимальну структуру капіталу. Використання цих підходів у процесі моделювання стратегії поведінки підприємства на ринку капіталу можливо лише із урахуванням цілого ряду обмежень.

Водночас, можна зробити висновок про те, що найбільш доцільним можна вважати використання підходу, що базується на оцінці фінансового левериджу для визначення оптимальної структури капіталу. Це можна пов'язати із тим, що безпосередньо формула вказує на структуру джерел фінансування підприємства, отже, з метою визначення оптимального співвідношення позикового та власного капіталу необхідно лише визначити певне значення плеча фінансового важеля, при якому ефект фінансового левериджу буде максимальним [47, с.23-25]. Однак, при здійсненні оптимізації, необхідно враховувати певні ризики, які може понести підприємство у процесі господарської діяльності. Так, наприклад, при підвищенні частки позикового капіталу у валюті балансу знижується фінансова стійкість підприємства та генерується підвищений фінансовий ризик. Саме тому основною задачею фінансового менеджменту в області управління капіталом — знайти не лише оптимальне співвідношення між власним і позиковим капіталом (фінансовий важіль), яке мінімізує значення середньозваженої оцінки капіталу (WACC), але й створити необхідні умови з метою збереження або

підвищення фінансової стійкості підприємства [48, с.116].

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика окремих методичних підходів до оптимізації структури капіталу на основі критерію рентабельності власного капіталу

Методичний підхід	Характеристика підходу	Формула розрахунку
Підхід, що базується на оцінці ефекту фінансового левериджу	Можливість максимізації рентабельності власного капіталу шляхом виявлення взаємозв'язку між чистим прибутком підприємства та величиною його валового прибутку, а також дії ефекту фінансового левериджу, що має прояв у разі залучення позикового капіталу в оборот підприємства. Цей фінансовий механізм управління рентабельністю власного капіталу дозволяє за рахунок оптимізації співвідношення власних та позикових фінансових коштів, що використовуються, впливати на прибуток.	$E\Phi Л = (1 - C_{nn}) \cdot (ROA - C_n) \cdot ПК / ВК$, где $E\Phi Л$ – ефект фінансового левериджу, що характеризує приріст коефіцієнту рентабельності власного капіталу; C_{nn} – ставка податку на прибуток; ROA – економічна рентабельність сукупного капіталу (відношення валового прибутку до середньої вартості активів); $CП$ – величина процентів за кредит, що виплачуються підприємством за використання позикового капіталу; $ПК$ – величина позикового капіталу; $ВК$ – величина власного капіталу.
Підхід, що	Можливість оптимізації	$DTL =$

базується на оцінці виробничо-фінансового левериджу	структури капіталу шляхом виявлення та оцінки взаємозв'язку між показниками валового прибутку, витрат виробничого та фінансового характеру і чистого прибутку. Цей показник дає уяву про те, як зміни обсягів продажу вплинуть на величину чистого прибутку та доходу на акцію підприємства. Іншими словами, він дозволяє визначити, на скільки процентів зміниться чистий прибуток при зміні обсягу продажів на 1%. При цьому зміна прибутку становить DTL%.	$\frac{Q * (P - VC)}{Q(P - VC) - FC - C_{п} - \left(D_{пр} \frac{1}{1 - C_{пп}} \right)},$ де <i>DTL</i> – рівень виробничо-фінансового левериджу; <i>Q</i> – обсяг реалізації, один.; <i>P</i> – ціна одиниці продукції; <i>VC</i> – величина змінних затрат на продукцію; <i>FC</i> – величина постійних затрат на одиницю продукції; <i>Д пр.</i> – дивіденди по привілейованим акціям.
ЕВІТ – EPS - підхід	Метод порівняння джерел фінансування для вибору структури капіталу підприємства, що максимізує прибуток на акцію. Він базується на оцінці впливу альтернативних довгострокових варіантів фінансування значень коефіцієнта EPS, або прибутку на одну акцію. У якості незалежної змінної в моделі розглядається показник ЕВІТ (Earnings Before Interests and Taxes), значення якого не залежить від фінансових рішень та визначається комерційним ризиком. Даний метод передбачає побудову	$EPS = \frac{(1 - t) * (EBIT - i) - D_{пр}}{N_{зв}},$ <i>EPS</i> – величина чистого прибутку на одну звичайну акцію; <i>EBIT</i> – прибуток до вирахування процентів по позичковому капіталу та сплати податків; <i>N_{зв}</i> – кількість звичайних акцій в обігу; <i>D_{пр}</i> – дивіденди по привілейованим акціям; <i>i</i> – проценти, які виплачено за використання позикових коштів; <i>t</i> – ставка податку на

	лінійної залежності EBIT-EPS та вибір для прогнозного значення EBIT, при якій такої структури капіталу значення EPS забезпечує максимальне значення. Оптимізація структури капіталу шляхом виявлення такого співвідношення джерел фінансування діяльності підприємства, яке дозволяє максимізувати показник «чистого прибутку на акцію» порівняно із очікуваним рівнем валового прибутку.	прибуток.
Метод «Дюпон»	Розкладання формули розрахунку дохідності власного капіталу на фактори, що впливають на цю дохідність, і аналіз співвідношень, які формують коефіцієнт ROE.	$ROE = ROS * ATR * DFL$, де ROS – прибутковість продажів (відношення чистого прибутку до виручки від реалізації продукції); ATR – оборотність активів (відношення виручки від реалізації продукції до сукупного обсягу активів); DFL – коефіцієнт фінансового левериджу (відношення величини сукупного обсягу активів до значення величини власного капіталу)

Джерело: узагальнено авторами.

Отже, оптимізація структури капіталу представляє собою невід’ємну частину в системі управління фінансовою стійкістю

підприємства у досягненні фінансової стійкості та економічного зростання підприємства.

Узагальнюючи вище зазначене, основними напрямками оптимізації структури капіталу підприємства є такі заходи: зниження всіх видів витрат; ведення обґрунтованої дивідендної політики; вивчення механізму впливу фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику; проведення модернізації виробництва; вибір правильного методу нарахування амортизації; ідентифікація цілей підприємства на короткострокову перспективу; виявлення фактичного обсягу фінансових ресурсів і надходження їх у короткостроковому періоді; виявлення визначення інноваційних напрямів використання фінансових ресурсів; виявлення оптимальних варіантів використання коштів за критеріями вартості капіталу та ризику втрати фінансової стійкості; внесення певних корективів у вибрані варіанти використання фінансових ресурсів, що забезпечує маневреність вибраного варіанта залежно від зміни зовнішніх і внутрішніх умов.

1.3. Критерії оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства

В умовах посилення кризових явищ вітчизняні суб'єкти господарювання відчують потребу в забезпеченні платоспроможності та фінансової стійкості, що спонукає їх до пошуку дієвих механізмів мобілізації фінансових ресурсів, прийняття управлінських рішень щодо ефективного їх вкладення у реальні та фінансові активи з метою досягнення основної мети

фінансового менеджменту – задоволення інтересів і досягнення добробуту власників.

Система управління капіталом підприємства є складовою фінансового механізму підприємства. Як зазначає І.О. Бланк, «механізм фінансового менеджменту представляє собою систему основних елементів, регулюючих процес виробки і реалізації управлінських рішень в області фінансової діяльності підприємства». Автор розглядає його як сукупність фінансового забезпечення, фінансового регулювання, управління фінансовими ресурсами та управління фінансовими потоками, системи конкретних методів і прийомів управління фінансовою діяльністю підприємства [49, с.14-18].

Процес управління фінансовими ресурсами повинен здійснюватися в межах певної системи, яку можна розглядати як:

частину загальної системи управління підприємством, що складається з двох підсистем – суб'єкта та об'єкта управління (системний підхід до управління капіталом);

сукупність форм, методів і прийомів, за допомогою яких здійснюється управління грошовим оборотом та фінансовими ресурсами (процесний підхід до управління капіталом).

При дослідженні системи управління переважно застосовують системний підхід, який щодо управління капіталом передбачає, з одного боку, розгляд і аналіз існуючого стану власним та позичковим капіталом, а з іншого – формування ефективної системи управління для досягнення визначеної мети діяльності підприємства.

Системний підхід являє собою розвиток методів пізнання,

дослідження, опису й пояснення сутності управління капіталом. Його використання у наукових дослідженнях є однією з характерних рис сучасної економічної науки, дозволяє розглядати будь-який економічний об'єкт як систему. Концепція системного підходу до управління капіталом підпорядкована загальній меті розвитку підприємства, яка передбачає проведення значного обсягу аналітичної роботи, за результатами якої оцінюють: стан, склад, структуру і напрями використання фінансових ресурсів; потребу в ресурсах і джерелах їх залучення; фінансовий стан підприємства тощо.

Управління капіталом – складний і багатогранний процес, який включає етапи:

1. Визначення і постановка проблеми.
2. Збір та обробка даних згідно з поставленою проблемою.
3. Аналіз отриманої інформації.
4. Прийняття управлінських рішень на основі проведеного аналізу.
5. Реалізація прийнятих рішень.
6. Оцінка результатів реалізації рішень [49, 50].

Вибір і реалізація оптимальних рішень в управлінні капіталом залежать від їх економічної ефективності, тобто результат має відповідати понесеним витратам з урахуванням мінімального ризику. Якщо управління капіталом поділити на управління формуванням та управлінням його використання, то ефективне формування передбачає залучення оптимальної кількості фінансових ресурсів для виконання поставленого завдання за найменших витрат на їх формування.

Ефективне використання капіталу характеризується

виконанням накресленого завдання за найменших витрат на утримання джерел його формування й мінімального ризику втрати фінансової стійкості. При цьому додатковий отриманий ефект повинен перевищувати величину додаткових необхідних витрати.

Для ефективного функціонування підприємству не достатньо лише сформувати в потрібному обсязі капітал, важливо при цьому забезпечити його раціональну структуру, тобто оптимальне співвідношення власного і позикового капіталу. Для того щоб визначити найкраще співвідношення джерел залучення капіталу, необхідно спочатку визначити на які цілі (довго- чи короткострокові) він використовуватиметься або в яких статтях активу буде обліковуватись до того, як буде одержано прибуток [51]. Необхідність раціоналізації структури фінансових ресурсів, спрямованих на формування капіталу підприємства, зумовлена низкою причин: співвідношення «власний капітал – позичені та залучені ресурси» по-різному впливає на дохідність підприємства, тому перед ним постає дилема – залучати кошти та сплачувати за них проценти чи нарощувати обсяг власного капіталу;

структура фінансових ресурсів впливає на формування політики розширеного відтворення виробничих фондів як підприємства, так і в економіці країни;

в умовах посилення конкуренції вагомим значення набувають показники, що характеризують фінансову стійкість і платоспроможність суб'єктів підприємництва, які характеризують ступінь покриття та захищеності різного роду заборгованості підприємства;

основними показниками формування ефективної структури капіталу є частка власних і позикових коштів у фінансових ресурсах.

В Україні більшість підприємств не усвідомлюють важливості застосування наукових підходів до оптимізації структури капіталу. Це помилкова позиція, адже від співвідношення між власним і позиковим капіталом залежить результат діяльності підприємства та його економічний стан у майбутньому. Тому підприємству потрібно чітко визначити, за рахунок яких фінансових ресурсів буде сформовано його капітал [52, с. 18].

Критеріями оцінки ефективності управління капіталом є фінансова стійкість, ліквідність та платоспроможність.

Під фінансовою стійкістю підприємства розуміють забезпечення запасів і витрат джерелами коштів для їх формування. Фінансова стійкість – це надійно гарантована платоспроможність, рівновага між власними та позичковими фінансовими коштами, незалежність від випадковостей ринкової кон'юнктури і партнерів, довіра кредиторів і інвесторів та рівень залежності від них, наявність такої величини прибутку, який би забезпечив самофінансування.

До основних факторів, що визначають фінансову стійкість підприємства, належать фінансова структура капіталу (співвідношення позикових і власних коштів, довго- і короткострокових джерел коштів) і політика фінансування окремих складових активів (насамперед необоротних активів і запасів).

Розрізняють такі типи фінансової стійкості підприємства:

1. Абсолютна фінансова стійкість (на практиці майже зустрічається дуже рідко) – власні оборотні кошти забезпечують запаси і витрати підприємства.

2. Нормально–стійкий фінансовий стан – запаси і витрати забезпечуються сумою власних оборотних коштів та довгостроковими позиковими джерелами.

3. Нестійкий фінансовий стан – запаси і витрати забезпечуються за рахунок власних оборотних коштів, довгострокових позикових джерел та короткострокових кредитів і позик.

4. Кризовий фінансовий стан – запаси і витрати не забезпечуються джерелами їх формування, підприємство на межі банкрутства [53, с. 127].

Фінансова стійкість підприємства також залежить від ефективного вибору джерел фінансування й визначається оптимальною структурою активів і співвідношенням власних та запозичених коштів. Із цією метою розраховуються відносні показники фінансової стійкості (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

**Методичні підходи до розрахунку відносних показників
фінансової стійкості**

Показник	Розрахунок	Норматив не значення	Економічний зміст
Коефіцієнт автономії	Власний капітал /Активи	$\geq 0,5$	Частка власного капіталу в сумі джерел фінансування

			підприємства
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	Зобов'язання / Активи	$\leq 0,5$	Частка зобов'язань у сумі джерел фінансування підприємства
Коефіцієнт фінансової залежності	Активи / Власний капітал	1 – 2	Скільки активів припадає на 1 грн. власного капіталу підприємства
Коефіцієнт фінансової стійкості	(Власний капітал + Довгострокові зобов'язання) / Активи	0,75 – 0,9	Частка стабільних джерел у фінансових ресурсах підприємства
Коефіцієнт фінансового ризику	Зобов'язання / Власний капітал	$\leq 0,7$	Обсяг зобов'язань, що припадають на 1 грн. власного капіталу
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	Власний оборотний капітал / Власний капітал	0,3 – 0,5	Якою часткою власного капіталу підприємство може маневрувати, тобто спрямовувати в оборотні активи
Коефіцієнт забезпеченості запасів власними оборотними коштами	Власні оборотні кошти / Запаси	0,5 – 0,8	Яка частка запасів фінансується за рахунок стабільних джерел.
Індекс постійності активів	Необоротні активи / Власний капітал	Позитивна оцінюється зниження	Частка власного капіталу, що спрямовується на фінансування необоротних активів.
Коефіцієнт покриття відсотків	(Прибуток до оподаткування + Витрати на	1	Потенційна спроможність підприємства

	виплату відсотків) / Витрати на виплату відсотків		погасити позику та ступінь захищеності кредиторів від несплати процентних платежів.
--	--	--	---

Джерело: складено авторами.

Для визначення кредитоспроможності аналізують показники ліквідності та платоспроможності підприємства. Ці поняття дуже наближені за своїм значенням.

Ліквідність – це здатність підприємства розраховуватися а своїми поточними зобов'язаннями перед контрагентами шляхом перетворення активів на гроші. Ліквідність підприємства свідчить про наявність грошових коштів для термінового виконання фінансових зобов'язань даного періоду.

Платоспроможність підприємства свідчить про наявність грошових коштів упродовж достатнього періоду часу для вчасного виконання фінансових зобов'язань. Це можливість підприємства наявними грошовими ресурсами своєчасно погасити свої строкові зобов'язання. При дослідженні поточної платоспроможності порівнюють суми платіжних засобів підприємства зі строковими зобов'язаннями.

Для їх оцінки залучають показники, представлені в табл.1.5.

Таблиця 1.5

Методичні підходи до розрахунку показників ліквідності та платоспроможності

Показник	Розрахунок	Нормативне значення	Економічний зміст
----------	------------	---------------------	-------------------

Коефіцієнт абсолютної ліквідності	Абсолютно ліквідні активи / Поточні зобов'язання	0,2 – 0,35	Частка поточних зобов'язань, яку підприємство може негайно погасити за рахунок високоліквідних активів
Коефіцієнт термінової ліквідності	Високоліквідні активи / Поточні зобов'язання	0,7 – 0,8 оптимально 1	Прогнозні платіжні можливості підприємства за умови своєчасного проведення розрахунків із дебіторами
Коефіцієнт загальної ліквідності (коефіцієнт загального покриття)	Поточні активи / Поточні зобов'язання	1 – 2	Очікувана платоспроможність підприємства за період, який дорівнює середній тривалості обороту всіх його оборотних коштів
Коефіцієнт ліквідності при мобілізації коштів	Запаси / Поточні зобов'язання	0,5 – 0,7	Достатність матеріальних та виробничих запасів для погашення короткострокових боргів у разі необхідності

Джерело: складено авторами.

Отже, ефективність управління капіталом підприємства можна оцінити за допомогою абсолютних і відносних показників фінансової стійкості, ліквідності та платоспроможності. Інформаційною базою для визначення ефективності фінансування підприємства є його баланс.

У свою чергу для оцінки ефективності використання капіталу підприємства застосовують показники динаміки складу та структури його активів, ділової активності а також руху й

ефективності використання основних засобів. Зазначимо, що ділова активність підприємства — це комплексна характеристика, яка охоплює різні аспекти його діяльності і визначається такими критеріями, як місце підприємства на ринку, репутація, інноваційно-інвестиційна діяльність, конкурентоспроможність.

Ділова активність відображає рівень ефективності використання матеріальних, трудових, фінансових та інших видів ресурсів і водночас характеризує якість управління, а також можливості потенційного розвитку підприємства.

Отже, ділова активність може характеризуватися динамікою показників ефективності виробничо-фінансової діяльності в цілому. Позитивна динаміка цих показників сприятиме зміцненню фінансового стану підприємства. Так, «золоте правило» економіки підприємства передбачає додержання умови, за якої темпи зростання прибутку підприємства мають перевищувати темпи збільшення обсягів продажу, а останні повинні бути вищими за темпи зростання активів (майна).

Це співвідношення можна показати за допомогою формули:

$$T_{\text{п}} > T_{\text{рп}} > T_{\text{а}} > 100\%,$$

де $T_{\text{п}}$, $T_{\text{рп}}$, $T_{\text{а}}$ — темпи зростання прибутків, обсягів реалізації продукції і активів.

Окрім зазначених вище показників, розраховують також рентабельність за активами і пасивами. Показники, наведені в табл. 1.6, дозволяють зрозуміти, чи є економічно прийнятною в підприємстві наявна структура напрямів використання фінансових ресурсів підприємства.

Таблиця 1.6

Методичні підходи до розрахунку показників рентабельності активів

Показник	Розрахунок	Нормативне значення	Економічний зміст
Рентабельність активів (інвестицій)	Чистий прибуток / Середня величина активів	Позитивно оцінюється зростання	Частка чистого прибутку, яка припадає на 1 грн вкладених активів (інвестицій)
Термін окупності активів (інвестицій)	100 % / Рентабельність активів	Позитивно оцінюється зменшення	За який період будуть компенсовані чистим прибутком кошти, інвестовані в активи
Рентабельність необоротних активів	Чистий прибуток / Середня величина необоротних активів	Позитивно оцінюється зростання	Величина чистого прибутку, що припадає на кожну гривню необоротних активів
Термін окупності необоротних активів	100% / Рентабельність необоротних активів	Позитивно оцінюється зменшення	За який період будуть компенсовані чистим прибутком кошти, інвестовані в необоротні активи
Рентабельність оборотних активів	Чистий прибуток / Середня величина оборотних активів	Позитивно оцінюється зростання	Величина чистого прибутку, що припадає на кожну гривню оборотних активів
Термін окупності оборотних активів	100 % / Рентабельність оборотних активів	Позитивно оцінюється зменшення	За який термін окупляться всі оборотні активи підприємства

Джерело: складено авторами.

Методичні підходи до розрахунку показників рентабельності щодо власного капіталу і зобов'язань представлено у таблиці (табл. 1.7).

Таблиця 1.7

**Методичні підходи до розрахунку показників рентабельності
щодо власного капіталу і зобов'язань**

Показник	Розрахунок	Нормативне значення	Економічний зміст
Рентабельність власного капіталу	Чистий прибуток / Середня величина власного капіталу	Позитивно оцінюється зростання	Величина чистого прибутку, що припадає на кожен гривню власного капіталу підприємства
Термін окупності власного капіталу	100 % / Рентабельність власного капіталу	Позитивно оцінюється зменшення	Період, за який буде компенсовано чистим прибутком власний капітал підприємства
Рентабельність позикового капіталу	Чистий прибуток / Середня величина позикового капіталу	Позитивно оцінюється зростання	Величина чистого прибутку, що припадає на кожен гривню позикового капіталу
Термін окупності позикового капіталу	100% / Рентабельність позикового капіталу	Позитивно оцінюється зменшення	Термін, за який окупляться всі залучені кошти

Джерело: складено авторами.

Досягнення максимального розміру прибутку можливе лише за оптимального розподілу всіх ресурсів підприємства, передусім фінансових та ефективного їх використання, що сприяє зростанню вартості й утворення доданої грошової вартості. Основним завданням підприємства, яке підвищує ефективність використання своїх фінансових ресурсів у сучасних умовах, є збільшення прибутковості капіталу, обсягу виручки та суми прибутку, а також підвищення показників рентабельності, досягти якого можливо такими шляхами: збільшити обсяги реалізації продукції; не допускати перевитрат сировини і матеріалів, загальновиробничих витрат, втрат від браку; зменшувати позареалізаційні витрати; реалізовувати невикористані матеріали й устаткування; модернізувати виробництво; використовувати прогресивні форми організації праці; коригувати стратегію і тактику діяльності підприємства [54, с. 259]. Водночас, у підприємства також є внутрішні резерви підвищення ефективності використання фінансових ресурсів, на які воно може впливати, а саме: удосконалення системи розрахунків, покращення контролю за оборотом коштів, удосконаленням організації продажу виробленої продукції, оптимізації величини дебіторської та кредиторської заборгованості, тощо.

Узагальнення наукових джерел дозволило встановити, що під капіталом підприємства розглядають: всю власність, що знаходиться в його розпорядженні, сформовану за рахунок власних і позичкових засобів; активи, сформовані за рахунок

власного (акціонерного) капіталу і довгострокових фінансових зобов'язань; виключенні із загальної валюти балансу тільки короткострокової кредиторської заборгованості нефінансового характеру (товарного кредиту, що надається постачальниками). Отже, усі ці визначення розглядають капітал як вкладення фінансових ресурсів (власних і позичкових засобів) у підприємство з метою їх збільшення в майбутньому.

Під оптимізацією структури капіталу підприємства варто розуміти систему принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із забезпеченням такого стану фінансових ресурсів і активів, їх формуванням та розподілом, яка б давала змогу підприємству розвиватися на основі зростання прибутку та капіталу при збереженні платоспроможності і кредитоспроможності, забезпечення і підтримання його фінансової рівноваги. Отже, оптимізація структури фінансового забезпечення підприємств передбачає визначення такого співвідношення між вартістю, втіленою у кошти підприємства, які йому належать і приносять прибуток, та вартістю, інвестованою в кошти, що залучаються на основі їх повернення, за умови якого досягається максимальна ефективність діяльності підприємства.

Встановлено, що більшість авторів виділяють три методи оптимізації структури капіталу: оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності; оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її вартості; оптимізація структури капіталу за

критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу підприємства може бути метод, який ґрунтується на одночасній максимізації зростання рентабельності власного капіталу та рівня фінансової стійкості.

Доведено, що використання вищеперелічених підходів до формування структури капіталу обмежує їх використання на практиці: відсутнє чітке розмежування позикових коштів на довгострокові та короткострокові; не проводиться аналіз внутрішньої структури власних та позикових пасивів; власні засоби підприємства визначаються як безкоштовні та в розрахунок не беруться, що, на нашу думку, є невиправданим; жоден із вищезазначених методів не може повною мірою задовольнити запити менеджерів та власників щодо прийняття рішення про оптимальну структуру капіталу. Використання цих підходів у процесі моделювання стратегії поведінки підприємства на ринку капіталу можливо лише із урахуванням цілого ряду обмежень. Найбільш доцільним можна вважати підход, що базується на оцінці фінансового левериджу для визначення оптимальної структури капіталу.

Критеріями оцінки ефективності управління капіталом є фінансова стійкість, ліквідність та платоспроможність. Інформаційною базою для визначення ефективності фінансування підприємства є його баланс. Водночас для оцінки ефективності використання капіталу підприємства застосовують показники динаміки складу та структури його активів, ділової

активності а також руху й ефективності використання основних засобів. Досягнення ефективного використання капіталу підприємства можна забезпечити на основі зростання вартості й утворення доданої грошової вартості.

Розділ 2. Характеристика основних моделей оптимізації структури капіталу підприємства та факторів, що на неї впливають

2.1. Теоретичні засади оптимізації структури капіталу підприємства

Теорії структури капіталу є основними при розгляді процесу оптимізації компаніями леверіджу. Зазначимо, що не всі теоретичні розробки пропонують конкретний алгоритм розрахунку або наочну модель, яка дозволяє наочно представити діє леверіджу. Наприклад, теорія ієрархії пропонує лише перелік джерел фінансування, які представляються в певному порядку залежно від переваги того чи іншого джерела, найбільш безпечного для власників підприємства. Проте, базові теорії, розроблені починаючи з 1958 р., коли було опубліковано відому працю Ф. Модільяні і М. Міллера [54], по даний час широко застосовуються для оцінки оптимальності побудови структури капіталу окремими підприємствами, тобто в прикладних дослідженнях. Узагальнення численних джерел з даної тематики дозволяє виділити наступні теорії:

1. Теорія Модільяні-Міллера та її доповнення із урахуванням вигід від використання «податкового щита»;
2. Компромісна теорія;
3. Теорія ієрархії.

Окрім цього, на сьогодні в рамках оптимізації структури капіталу можливо також відзначити такі теоретичні розробки як теорія агентських відносин, а також численні дослідження в

області поведінкових фінансів, проте при детальному вивченні з'ясовується, що вони дозволяють виділити лише окремі мотиви поведінки менеджерів при оптимізації леверіджу в тій або іншій конкретній ситуації, тому в прикладних розрахунках практично не використовуються. Найбільш поширеними і придатними для дослідження життєвих і макроекономічних циклів в контексті оптимізації структури капіталу залишаються дві теорії: компромісна і теорія ієрархії джерел фінансування.

З метою розгляду компромісної моделі необхідно детально розглянути теорію Модільяні-Міллера (M&M), а також її модифікаціях. Отже, починаючи з середини XX століття стала формуватися теоретичні розробки на основі досліджень в області корпоративних фінансів. На думку дослідників, якої б структури капіталу не обрало підприємство, його вартість залишиться незмінною. Безумовно, це твердження базується на ряді обмежень, які систематизовано дослідниками. Проте, при їх дотриманні можливість здійснення арбітражних операцій дійсно призводить до того, що вартість підприємств із проявом ефекту леверіджу і без нього вирівнюються. У відповідь на висунуту теорію були висловлені критичні зауваження про те, що дотримання обмежень практично забезпечити неможливо в реальній дійсності. Це призвело до створення першої з модифікацій, моделі M&M із урахуванням податків. Існування «податкового щита», який дозволяє врахувати відсотки по кредитах у витратах підприємств, призвело до того, що згідно з

першою модифікації найменше значення середньозваженої вартості капіталу досягається при 100% рівні позикового капіталу. Безумовно, дана ситуація також практично неможлива, оскільки безпосередньо пов'язана з потенційним банкрутством підприємства. Наприклад, сучасні банківські методики розрахунку ліміту кредитування позичальників, як правило, прив'язані до показника EBITDA: перевищення зазначеного показника в 2,5 рази розглядається як якийсь «поріг» максимального розміру сукупного кредитного ліміту позичальника.

Обґрунтована критика, в свою чергу, знову привела до того, що перша модифікація була доповнена можливими витратами підприємства фінансових ускладнень. Отже, вигоди по «податковому щиту» після певного значення боргового навантаження починають перекриватися витратами можливого банкрутства. У точці «перетину» вартість залучених коштів мінімальна, і, як наслідок, вартість компанії максимальна. Окремі дослідження вітчизняних дослідників доводять, що оптимальне значення боргового навантаження повинно складати 30-40% від пасивів підприємства. Компромісна модель на сьогодні використовується в якості базової при визначенні оптимального боргового навантаження. Основну «конкуренцію» компромісною теорії в даний час складає теорія ієрархії джерел фінансування, або просто теорія ієрархії. Ця теорія не пропонує математичної моделі побудови оптимальної структури капіталу, однак

припускає, що для власників з точки зору ризиків найбільш вигідно розміщувати джерела фінансування наступним чином: нерозподілений прибуток; боргові джерела; інструменти власного капіталу, акції.

Зазначимо, що в окремих випадках теорія працює, однак відсутність чіткого графічного механізму побудови моделі оптимального леверіджу перешкоджає в даний час її повноцінного використання у наукових дослідженнях.

Розглянемо компромісну модель («Trade-off model»), одним із складових якої є вигоди від використання «податкового щита», які зменшують величину податкових відрахувань при залученні кредитних ресурсів. Вплив на підприємство в цьому випадку відбувається за двома напрямками: з одного боку, під час економічного підйому зменшуються ставки кредитування корпоративних структур банками внаслідок зниження ставок макроекономічними регуляторами. З іншого боку, існує залежність від проведеної в країні податкової політики. В цьому випадку змінюється не величина банківського відсотка, а податкова ставка, виходячи з якої розраховується «податковий щит» підприємства. Отже, внаслідок дії двох цих чинників підсумкова величина «вигоди» підприємства може значно варіюватися. Одним із фундаментальних, але мало досліджених питань в науковій літературі з корпоративних фінансів, є взаємозв'язок між життєвим циклом підприємств і розміром «податкового щита». Очевидно, що по мірі зростання компанії

інший компонент «податкового щита», процентні ставки по кредитах, повинні зменшуватися, унаслідок чого потенційно зростає обсяг позичкових коштів, по відношенню до позичальника можливе зменшення заставних зобов'язань. Крім того, допускається і своєрідний «ефект масштабу», коли при збільшенні суми залучених кредитних ресурсів відносна вартість запозичень знижується.

Розглянемо наступний чинник, що впливає на оптимізацію структури капіталу, залежність між макроекономічними циклами і податковою політикою держави. Однією із останніх фундаментальних робіт у вивченні цього питання є публікація К. Вегха і Г. Вулетіна [55]. Дослідники наголошують на спрямованість своєї роботи саме на податкову політику держав, під якою вони розуміють рішення про зміни в процентних ставках податків, а не податкових доходів, оскільки останні, як правило, безпосередньо пов'язані з діловою активністю в країні [55, с. 3]. Значна вибірка (62 країни) в поєднанні з тривалим періодом дослідження (1960 - 2009 рр.) підтверджують масштабність проведеного дослідження. Науковці роблять висновок, що динаміка корпоративних податків неоднакова для розвинених країн і країн, що розвиваються: якщо в перших при макроекономічному підйомі спостерігається підвищення ставок, то в других – збільшення під час рецесії [55, с. 12]. Отже, для розвинених країн характерною є проциклічна податкова політика, а для країн, що розвиваються – контрциклічна. Однак у

подальшому, при переході до вивчення окремих країн, було виявлено, що і серед розвинених існують країни з контрциклічною податковою політикою [55, с. 13]. Цікавим є той факт, що проциклічна політика характерна для таких країн як США, Японія і Великобританія, водночас як контрциклічна – в основному для країн континентальної Європи.

Окрім того, цікаво проаналізувати, якою була реакція підприємств на зміну ставок податків в країні з боку держави. Відповідь можна знайти в праці Ф. Хейдера і А. Лінгквіста [56], які розглядають реакцію компаній США на зміну податкових ставок з боку регіональної влади штатів. Результати аналізу доводять, що зростання ставок призводить до підвищення леверіджу підприємствами, водночас як зниження не впливає на зміну боргового навантаження. Окрім того, на думку дослідників, «леверідж як мінімум в чотири рази більш чутливий до підвищення ставки податку, ніж до зміни стандартних детермінант леверіджу ... таких як рентабельність ... розмір компанії, співвідношення ринкової і балансової вартості» [56, с. 1].

Наступною складовою компромісної моделі є очікувані витрати банкрутства, які несе підприємство. Узагальнимо наукові праці, які розглядають взаємозв'язок між вартістю банкрутства і леверіджем підприємств. Одним із перших цю проблему розглянув Д. Ворнер [57]. Вивчаючи дані з банкрутств залізничних компаній США, дослідник доходить до висновку,

що, по-перше, «ставлення прямих витрат банкрутства до ринкової вартості фірми має тенденцію до зниження по мірі зростання вартості компанії» [57, с. 337]. При цьому, за оцінкою дослідника, прямі витрати банкрутства відносно невеликі і «складають приблизно 1% від ринкової вартості підприємства до банкрутства» [57, с. 337]. По-друге, в роботі науковець одним із перших проводиться поділ між прямими і непрямими витратами банкрутства. Прямі витрати традиційно складаються із вартості послуг фахівців, які безпосередньо проводять процедуру банкрутства [57, с. 339]. Оскільки воно являє собою процедуру за участю суду, то потрібно залучати послуги адвокатів. Для складання балансів знадобляться послуги бухгалтерів, а з боку держави призначається керуючий, якому виплачується винагорода. Непрямі витрати можуть бути пов'язані з репутаційними втратами, і, як наслідок, зниженням лояльності покупців, скороченням обсягів виручки. Окрім того, зниження обсягів виручки може позначитися і на відносинах компанії з банком: можливі зменшення ліміту кредитування або обмеження доступу до здійснення окремих операцій, таких як, наприклад, в разі великої компанії – випуску облігаційних позик або пайових цінних паперів. По-третє, для більших компаній існує своєрідний «ефект масштабу» витрат банкрутства: для них витрати в абсолютному вираженні є вищими, але щодо ринкової вартості вони є меншими [57, с. 344]. І, по-четверте, очікувані витрати банкрутства можливо розрахувати шляхом множення ймовірності

банкрутства на вартість банкрутства [57, с. 345]. Якщо прийняти другу величину в якості деякої константи, то, по суті, все визначається ймовірністю настання банкрутства.

Досить цікавими є дані щодо прямих витратах зібрані Д. Догерті і Л. Лопукі [58]. У своїй роботі науковці роблять висновок, що на основі аналізу банкрутств 48 великих публічних компаній США «загальні витрати і витрати на банкрутство ... складають 1,4% від усіх активів боржників» [58, с. 113] на момент початку порушення справи про банкрутство, при цьому в середньому по відношенню до всіх активів зазначені витрати набувають значення 2,2%. По-друге, з 560 млн. дол. витрат 80% представляють витрати, пов'язані з представленням інтересів боржника, понад 19% – кредиторів, менше 1% – власників акціонерного капіталу компанії [58, с. 114]. По-третє, існує статистично значуща тенденція до зниження витрат на адміністрування банкрутств (приблизно на 57%, починаючи з 1980-х рр.), пов'язана, на думку науковців, «зі зниженням тривалості розгляду подібних справ» [58, с. 114]. Дослідниками так само, як і в роботі Д. Ворнера, виявлено «ефект масштабу» витрат банкрутства. Окрім цього, в роботі наводиться зведена таблиця за кількісними оцінками витрат, отриманих різними дослідниками.

Ще однією працею, яка розглядає витрати банкрутства, є публікація Е. Воса і Ф. Веббера [59]. У ній проводиться аналіз 43 компанії Нової Зеландії, що потрапили під процедуру

конкурсного управління. У результаті вчені роблять висновок, що прямі витрати на конкурсне управління досягають середнього значення майже 23,5% від ринкової вартості компанії на момент управління, однак при цьому складають всього 3,64% від вартості фірми, яка не перебуває у кризовому стані. Середній вік досліджених фірм становить 10 років, при цьому вік 30 компаній (71% вибірки) – понад 5 років, що свідчить про високий рівень виживання компаній на стадії життєвого циклу «дитинство».

Заслуговує на увагу практики зроблений висновок про те, що не завжди причиною банкрутства є зниження обсягів виручки. Недавнє дослідження банкрутств компаній малого і середнього бізнесу Італії, проведене М. Бізон і Р. Де Лука [60] свідчить про те, що компанії, навпаки, прагнуть збільшити продажі перед підвищенням імовірності банкрутства. Це пов'язано з тим, що фірми, як правило, залучають банківські кредити, і зменшення виручки, в першу чергу, знижує ліміти кредитування. У зв'язку з цим компанії можуть почати продавати товари в збиток або на не вигідних умовах. Отже, дослідники роблять висновок, що до банкрутства призводить не зниження обсягів виручки, а падіння показника EBITDA і частки довгострокових активів в загальних активах компанії.

Іншим фактором, який необхідно враховувати є непрямі витрати банкрутства. З одного боку, урахування лише прямих витрат може привести до недооцінки загальних витрат банкрутства; як наслідок, в такій ситуації можливо завищення

оптимуму леверіджу, величина врахованого ризику знижується. З іншого боку, урахування непрямих витрат не є однозначним, оскільки часто передбачає порівняння із середньогалузевими значеннями продажів [8]. У статті Г. Бхабрі і Ю. Яо [61, с. 43-46] наводяться дані з досліджень непрямих витрат банкрутства, які коливаються від 7 до 20% ід вартості підприємства.

Отже, можна зробити висновок, що окрім прямих витрат, які складаються в середньому кілька відсотків від вартості компаній до банкрутства, вкрай важливо враховувати непрямі витрати, які, за оцінками різних вчених, можуть досягати до 20% вартості. У зв'язку з цим повні витрати банкрутства, які включають в себе як прямі, так і непрямі витрати, цілком резонно розглядати в якості надійної «противаги» для економії на «податковому щиті».

Розглянемо далі взаємозв'язок між витратами банкрутства і макроекономічними циклами. Досить цікаві результати отримані з банкрутств компаній Японії. Н. Кагіяма і Н. Харада [62], використовуючи квартальні дані з 1975 по 2005 роки, оцінили векторну авторегресії (VAR), що складається із 4-х економічних детермінант – індексу Токійської фондової біржі (TOPIX), точки безбитковості, співвідношення «борг / власний капітал», так званого «quick assets ratio», тобто частки ліквідних оборотних активів у ліквідних зобов'язаннях. У результаті науковці роблять висновок, що шоки точки безбитковості і співвідношення «борг / власний капітал» пов'язані прямою залежністю із рівнем банкрутств. Однак, найбільший вплив, за оцінками Н. Кагіямі і Н.

Хараді, має фондовий індекс, водночас шоки структури капіталу є незначними. Дослідники довели на прикладі Японії, що перехід економіки в рецесію не означає автоматичного зростання хвилі банкрутств: зазначена тенденція стала проявлятися лише в 90-і роки на тлі економічного спаду і дефляційних процесів. Окрім того, загальний рівень банкрутств компаній також зменшився і склав помірні 0,1 – 0,15%.

В роботі чеського економіста Т. Моравець [63] також вивчається вплив макроекономічних чинників на рівень банкрутств. Вчений вважає, що можливо співвіднести окремі детермінанти, які відображають стан економіки, з кількістю заявок про банкрутство і числом самих банкрутств. На основі аналізу графіка дослідник зробив висновок, що рівень банкрутств залежить від макроекономічних циклів. Так, на двадцятирічному відрізку спостерігається його зростання, в 1999-2001 рр., і після світової економічної кризи 2008 р. навпаки, під час підйому світової економіки на початку 2000-х рр. число банкрутств в Чехії знижувалося. За результатами побудованих вченим регресійних рівнянь проаналізовано коефіцієнти кореляції: дослідник виявив, що найбільш виражену контрциклічність числа банкрутств і ВВП з лагом в два роки (коефіцієнт кореляції -0,68) і проциклічність із показником обсягу залучених кредитів – з лагом в три роки (+ 0,84).

Норвезькі вчені К. Нордаль і Р. Наес [64] досліджували банкрутство в дещо іншому аспекті, встановлюючи взаємозв'язок

між ризиком його настання і очікуваним зростанням компаній. На думку науковців, більш високий ризик банкрутства асоціюється із більш високим очікуваним зростанням компаній. Отже, класичне співвідношення «ризик–прибутковість», що характеризується прямою залежністю, має місце бути і на рівні компаній.

Дослідження С. Хол [65] направлено на вивчення ймовірності банкрутства не включених в лістинг компаній Норвегії за період з 1995 по 2000 роки. Особливістю даного дослідження є спроба пов'язати внутрішні, властиві компанії, фінансові характеристики фірми з макроекономічним впливом ряду змінних, що характеризують стан економіки. В якості таких змінних використовуються ВВП у постійних ринкових цінах, грошовий агрегат М1, індекс промислового виробництва, а також процентні ставки. Застосовуючи logit-модель, дослідник використовує дані часових рядів для оцінки ймовірності дефолту компаній. У результаті С. Хол робить висновок, що включення до моделі зазначених вище макроекономічних змінних виправдано та істотно покращує отримані результати порівняно з моделлю, яка враховує тільки внутрішні характеристики компанії. Розрив ВВП та індекс промислового виробництва негативно корелює з імовірністю дефолту, а грошова пропозиція по агрегату М1 – позитивно [65, с. 17]. Окрім того, за допомогою експоненти отриманих оцінок вченим оцінюється відношенням ймовірності того, що фірма збанкрутує, до ймовірності, що залишиться

«здоровою». Більш жорстка монетарна політика призводить до збільшення цього відношення, водночас як поліпшення макроекономічної ситуації – до його зменшення [65, с. 18].

При вивченні цього питання, важливо дослідити співвідношення між ймовірністю банкрутства і макроекономічними циклами. На жаль, у науковій економічній літературі з фінансового менеджменту дане співвідношення досліджується дуже рідко. Однією із робіт, де проводиться подібний аналіз, є публікація А. Бхаттачаржі [66], у якій розглядаються компанії Великобританії за період з 1965 по 2002 рр., на основі чого побудовано графік ймовірності банкрутства. Очевидно, що рівень банкрутств компаній і бізнес-цикли пов'язані контрциклічно: при зростанні економіки ймовірність банкрутства зменшується, і навпаки. Навпаки, для придбання компаній (acquisitions) встановлено проциклічну поведінку. Іншим суттєвим моментом є поведінка кумулятивної ймовірності банкрутства в часі: за розрахунками науковця, існує так званий «ефект навчання» компаній, тобто з віком ймовірність банкрутства зменшується, а точніше, спостерігається деякий мінімум, після якого знову відбувається її зростання.

Заслуговує на увагу практики результати дослідження структури капіталу, які одержано американськими науковцями А. Ховакіміана, А. Кайхай і Ш. Тітмана [67]. Однією із особливостей цієї наукової праці є побудова регресії між рейтингом компанії, присвоєним міжнародними рейтинговими

агентствами («S&P» і «Moody's») і традиційним набором детермінант, які часто використовуються при аналізі леверіджу компаній [67, с. 11-13]. У результаті науковці встановили, що взаємозв'язок між розміром компанії, наявністю у неї значних необоротних активів та ймовірністю дефолту є зворотною, тобто чим більша компанія, тим нижчим є ризик її банкрутства. Окрім того, дослідники виявили, що у всіх побудованих рівняннях регресії вік компаній негативно пов'язаний із ймовірністю банкрутства, на основі чого зроблено висновок про існування деякої фундаментальної ймовірності банкрутства, яка знижується по мірі зростання компанії.

Дискусії, що викликаються теорією ієрархії в науковому середовищі, не вщухають досі, тому далі будемо намагатися розібратися в ключових роботах, що вийшли за останній час, і оцінити, наскільки в цілому може бути застосована теорія в сучасних дослідженнях структури капіталу і які можливості її використання в роботах, пов'язаних з макроекономічними циклами і життєвим циклом підприємств.

Розглянемо модель ієрархії фінансування («Pecking order theory», POT) в аспекті її практичного використання в сучасних дослідженнях структури капіталу та які можливості її використання у працях, пов'язаних із макроекономічними циклами і життєвим циклом підприємства.

Однією із останніх праць є публікація Б. Атієта [68], у якій використано методику Л. Шіама-Сандера і С. Майєрса [69] при

проведенні аналізу 88 французьких компаній, що входять до індексу SBF (французький фондовий індекс), за період з 1999 по 2005 роки. За побудованим рівнянням регресії Б. Атієт робить висновок, що дивідендні платежі, капітальні витрати, зміна оборотного капіталу і операційного грошового потоку на 81% пояснюють зміну боргового навантаження компаній. Аналогічно, підтримка теорії ієрархії простежується і в науковій праці І. Рамлалла [70], присвяченій аналізу структури капіталу компаній Мавританії.

Однак, лише методика Л. Шіяма-Сандера і С. Майерса, є широко вживаною в даний час, хоча й не позбавлена ряду неточностей. Стаття Р. Чірінко і А. Сінгха [71] є цьому одним із яскравих доказів: графічна інтерпретація даних може поставити під сумнів висунуту гіпотезу, яка може бути доведеною через побудову регресій. По суті, робота вчених виявляє ряд суттєвих моментів, необхідних для оптимізації структури капіталу, і пропонує аргументовані зауваження до висновків, отриманим Л. Шіямом- Сандером і С. Майерсом. На думку вчених, на основі графічної інтерпретації можливо зробити наступні висновки [71, с. 422-424]: рівняння не враховує зміну порядку вибору джерел фінансування; існують проблеми при обліку власного і позикового капіталу в певній пропорції, тобто при виборі компанією оптимального боргового навантаження.

Отже, реалізація стратегій, закладених в рівняння, що тестують теорії структури капіталу, може бути оскаржена

графічною інтерпретацією результатів. У зв'язку з цим розширення графічних моделей оптимізації структури капіталу в доступній для огляду перспективі є вкрай необхідним.

Наступним дослідженням, присвяченим аналізу двох класичних теорій оптимізації леверіджу, компромісною та ієрархії фінансування, є робота бразильських вчених О. Медейроса і С. Дахера [73]. Незважаючи на те, що публікація вийшла досить давно, багато її висновки не втратили актуальності і в даний час, особливо серед країн, що розвиваються, до яких відноситься й Україна. На основі вибірки 371 компанії, які котируються на Бразильській фондовій біржі, дослідники вплив таких детермінант на боргове навантаження підприємства: дивіденди, інвестиції, обсяг генерування грошових коштів, зміна оборотного капіталу.

Аналогічно до висновків Б. Атієта науковці схилиються до висновків, що отримані результати більш підходять під теорію ієрархії. На думку дослідників, вкрай важливо враховувати особливості економіки, які впливають на результати на користь тієї чи іншої теорії оптимізації леверіджу. Так, вченими наводяться такі характерні риси фінансів Бразилії:

1. Ринок власного і позикового капіталу відіграє вторинну роль у капіталізації компаній.

2. Відносно невелика кількість фірм розміщує цінні папери на біржі, основну частину акцій складають привілейовані. З точки зору теорії фінансів, привілейовані акції доречно відносити

до змішаних інструментів фінансування, оскільки вони подібні до боргових цінних паперів, так і власного капіталу. Однак в Бразилії вони повністю відносяться до власного капіталу, що природним чином спотворює результати застосування теорії ієрархії не на її користь.

3. Ставки за кредитами в реальному вираженні досить високі, при цьому доступ до довгострокових кредитів здійснюється через банк BNDES, банк з державною участю і субсидованими процентними ставками. Настільки скрутний доступ до боргових інструментів призводить до поліпшення результатів, одержуваних теорією.

Таким чином, дослідники роблять висновок, що вплив пп. 1 і 3 свідчить на користь теорії ієрархії. Проте, в такому випадку залишається відкритим питання про те, наскільки вказані результати залежать від конкретних особливостей економік окремих країн, а в якій мірі працює безпосередньо сама теорія. З іншого боку, сама теорія ієрархії може підходити ряду країн, що розвиваються тільки виключно через особливості економік, частина з яких позначена вище. І навпаки, вплив теорії в розвинених країнах може виявитися не настільки очевидним. Спробуємо розібратися в цьому далі.

Першою з недавніх публікацій, присвячених аналізу міждержавних відмінностей, є робота Г. Віри і В. Нгансо [73], де здійснюється порівняльний аналіз дії теорії ієрархії в двох країнах, Канаді і Колумбії. Застосовуючи вже знайому методику,

запропоновану Л. Шіямом-Сандером і С. Майерсом, вчені дійшли висновку, що міждержавні розходження існують: якщо в Канаді теорія працює для всіх компаній, незалежно від їх розміру (малі, середні, великі), то в разі Колумбії - тільки для великих. Дослідники пов'язують це з наступними можливими причинами: нерозвиненим ринком капіталу, на який немає доступу малим і середнім компаніям, а також не проведеними офіційно позиками і спотвореннями в звітності.

У роботі А. Джалала [74] робиться висновок про те, що компанії розвинених країн меншою мірою залежать від випуску боргових зобов'язань, що відображає факт нижчого рівня розвитку фінансових ринків країн, що розвиваються. Останнім часом досить значна кількість робіт публікується в країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Очевидно, що це пов'язано зі стрімким зростанням економік, і, як наслідок, активізацією наукової діяльності в пошуках драйверів зростання компаній. Так, в роботі Р. Занга і І. Каназакі [75] проводиться порівняльний аналіз теорії ієрархії і компромісною теорії на основі сформованої вибірки з тисячі триста двадцять п'ять компаній Японії. Однак отримані результати були досить стандартними: за першою запропонованою моделлю науковці роблять висновок, що в разі статичної компромісною теорії леверідж залежить від чотирьох детермінант: рентабельності, частки основних засобів в структурі активів, розміру компанії, а також не боргового податкового щита (NDTS). Зазначимо, що отримано негативну

кореляцію із першим з зазначених вище факторів, рентабельністю діяльності. За другою моделлю, яка тестує теорію ієрархії відповідно до рівняння Л. Шіяма-Сандера і С. Майерса, коефіцієнт фінансового дефіциту становить всього 0.263, що свідчить про невисокий рівень пояснення теорією ієрархії змін леверіджу японських компаній.

Дослідження Ж. Чена [76] направлено на виявлення детермінант леверіджу в компаніях Китаю. На думку вченого, на прикладі китайських підприємств можливе створення « нової » теорії ієрархії, оскільки переваги компаній в джерелах засобів слідують в наступному порядку: нерозподілений прибуток, власний капітал, позики. Дослідник пов'язує це з перехідним характером китайської економіки, в якій, з одного боку, існують атрибути плану, регламентовані державою, з іншого боку – ринку. Окрім того, в умовах суттєвої підтримки ряду підприємств державою витрати банкрутства не роблять істотного впливу на діяльність таких компаній; як наслідок, компромісна теорія має незначний вплив.

У роботі Л. Чена і Ш. Чена [77] розглядається теорія ієрархії на прикладі електронної галузі Тайваню. Галузь була вибрана не випадково, оскільки є найбільш репрезентативною: в ній зосереджено 50% експорту і 60% вартості акцій фондового ринку острова. На прикладі 305 компаній, які увійшли до вибірки, проведено аналіз наступних шести змінних: рентабельності діяльності, темпів економічного зростання, податків, структури

активів, дивідендів і розміру компаній. За результатами дослідження науковці роблять висновок, що істотний вплив на боргове навантаження надає лише рентабельність, яка вимірюється через ROE, і зростання компаній, що визначається як процентна зміна чистої виручки.

У роботі К. Хсю і Ч. Хсю [77] аналізуються наступні ключові теорії структури капіталу: компромісна, ієрархії фінансування і відстеження ринку. На думку вчених, компанії Гонконгу і Сінгапуру у своїй фінансовій політиці сліднують компромісною теорії і теорії ієрархії, в Ю. Кореї і Японії – компромісною теорії, і лише частково – теорії ієрархії і теорії відстеження ринку. Окрім того, дослідники роблять висновок, що найбільш розвинені компанії Азії більшою мірою орієнтуються на компромісну теорію, що пояснюється їх орієнтацією у фінансовій політиці досягати зниження середньозваженої вартості капіталу (WACC). Важко не погодитися із вищезазначеним, оскільки саме компромісна теорія дозволяє побудувати оптимальну структуру капіталу компанії найбільш очевидним графічним способом.

Досить незвичайною для стандартного дослідження є наукова праця Ч. Хсю [79]. Науковець провів аналіз 3483 компанії США за період з 1991 по 2009 роки, поділивши вибірку на дві категорії: внутрішні та міжнародні. Критерієм віднесення до того чи іншого типу є обсяг податків компанії, що виплачуються за кордоном: для віднесення до міжнародних

вказане значення має становити не менше 10%. Дослідник робить висновок, що поведінка внутрішніх компаній більш відповідає теорії ієрархії. Окрім того, виявлено нелінійний зв'язок між чистим випуском боргу і фінансовим дефіцитом як для внутрішніх, так і для міжнародних компаній, що свідчить про додержання теорії ієрархії при більш високих рівнях фінансового дефіциту.

Дослідження С. Серраскьєро і П. Нуньєса [80] також базується на проведенні порівняльного аналізу теорії ієрархії та компромісної теорії. На основі аналізу 39 португальських компаній за 1998-2006 рр. науковці резюмують, що, з одного боку, ряд рішень компаній відповідає першій теорії, а інший ряд – іншій. Однак інформаційна асиметрія має більш істотний вплив, а, отже, вченими перевага віддається теорії ієрархії. У дослідженні виявлено негативний вплив грошових потоків і рентабельності на рівень боргу, і позитивне – розміру компанії, дивідендних платежів і можливостей для зростання, що дозволяє зробити висновок про те, що компанії звертаються до боргових джерел, коли власних можливостей недостатньо для фінансування високих темпів зростання або виплати дивідендних платежів. Однак, ряд висновків відповідають також компромісній теорії, оскільки в дослідженні виявлено пристосування боргового навантаження до оптимального рівня. Отже, науковці роблять про те, що практично не можливо пояснити зміну леверіджу лише однією з теорій.

Дослідження Ф. Дуки [81] включає вивчення ста компаній Румунії, що котируються на біржі Бухареста. Дослідник поставила за мету перевірити чотири детермінанти леверіджу: частку основних засобів в активах компанії, розмір компанії, ліквідність і рентабельність. За результатами побудови регресій науковець робить висновок, що тільки дві з них є значимими, ліквідність і частка основних засобів в активах. При цьому одержані знаки коефіцієнтів при змінних є негативними. Перша змінна може бути поясненою за допомогою теорії ієрархії: при збільшенні розміру власних оборотних засобів існує менше потреба у використанні позикового капіталу. Від'ємне значення другої змінної пояснити складніше: частка основних засобів в активах, по суті, відображає потенційну можливість їх використання в якості застави по кредитах, що повинно призводити до прямої кореляції між детермінантою і леверіджем. Однак, дослідник пояснює отриманий результат тим, що компанії з меншим розміром основних засобів схильні до більшої інформаційної асиметрії, що призводить до збільшення боргового навантаження. З іншого боку, дане збільшення важко пояснити: в економіках, що розвиваються більшість кредитів видається під заставу, і можливість залучення коштів без застави обмежена незначними сумами. Виходить своєрідне «замкнуте коло», рішення щодо виходу з якого дослідником не пропонується.

Слід зазначити, що сама теорія ієрархії фінансування також еволюціонує. Так, австралійськими вченими [82] була

запропонована її модифікація для малого і середнього бізнесу. Результати проведеного дослідження довели, що для таких компаній ієрархія джерел може бути представлена таким чином (по мірі зниження пріоритетності):

реінвестування прибутку;

короткострокове боргове фінансування (товарний кредит, персональна кредитна карта);

довгострокове фінансування (довгострокові позики від власників, сім'ї, друзів);

новий акціонерний капітал від власників і менеджерів;

новий акціонерний капітал від третіх осіб (венчурний капітал, «бізнес-ангели»).

Отже, при аналізі класичної теорії ієрархії також доцільно класифікувати фірми залежно від використовуваних ними фінансових інструментів: очевидно, що для малих і середніх компаній доцільна розробка власної «теорії ієрархії» з притаманними їй особливостями використання певних інструментів фінансування капіталу.

Підприємства малого і середнього бізнесу аналізуються і в роботі С. Свіннен [83], в якій проводиться порівняльна оцінка трьох підходів до структури капіталу: біхевіористського, теорії ієрархії і компромісного. За результатами дослідження науковець робить висновок, що для компаній малого та середнього бізнесу вигоди «податкового щита» не настільки очевидні, а велику роль відіграє надлишок або нестача внутрішніх фондів. Окрім того,

результати за компромісною теорією не перевершують отримані висновки за біхевіористським підходом, згідно якого компанія встановлює свою боргове навантаження відповідно до середньогалузевого значення леверіджу.

У ряді останніх авторитетних робіт наводяться дані, що теорія ієрархії не пояснює багатьох фундаментальних змін, які відбуваються в борговому навантаженні компаній. Так, однією з робіт, яка переконливо доводить дане твердження, є публікація З. Франка та В. Гойя [84]. В роботі вченими побудовано графік зміни показників фінансового дефіциту, випущеного чистого боргу і чистого власного капіталу компаній США за період з 1971 по 1998 роки, приведених до єдиного знаменника шляхом ділення на чисті активи. За результати дослідження науковцями зроблено висновки, що рух фінансового дефіциту компаній більшою мірою корелює зі зміною власного капіталу, ніж випуском боргу, особливо після 1980 г. Окрім того, внутрішній грошовий потік, що генерується компаніями, знизив свій вплив щодо інших джерел фінансування [84, с. 231]. Дослідники резюмують, що теорія ієрархії більш підходить великим компаніям, ніж малим і швидко зростаючим, і в цілому теорія зіткнулася з очевидними протиріччями в поясненні відбуваються в останні роки змін до леверіджу [84, с. 237, 241].

Дослідження Б. Сейферта і Х. Гоненко [85] охоплює 23 країни світу і часовий період з 1984 по 2005 роки. У результаті

вчені не знаходять підтвердження додержання компаніями теорії ієрархії та роблять наступні висновки:

1. Боргове навантаження компаній США відрізняється від загальносвітової практики незначно (відношення зобов'язань до всіх активів становить 0.465 і 0.466 відповідно) [85, с. 15], однак структура боргу є різною – американські компанії використовують більше довгострокового фінансування, а компанії країн, що розвиваються мають більш високе відношення кредиторської заборгованості до пасивів.

2. У країнах із більш низьким рівнем захисту прав акціонерів боргове навантаження є вищим. Проте, та сама залежність для кредиторів компанії не дозволяє зробити однозначних висновків [95, с. 16].

3. У країнах, що розвиваються фінансовий дефіцит, який визначається як сума дивідендів, інвестицій, зміни оборотного капіталу за вирахуванням операційного грошового потоку, практично в два рази нижче, ніж в США (26%, що становить 52% від результату по компаніям США) [85, с. 17].

4. Фінансовий дефіцит в країнах, що розвиваються фінансується здебільшого за допомогою власного капіталу, ніж боргу (63%). Для компаній США даний показник є вище і становить близько 80% [85, с. 17].

5. Приблизно 36% компаній, що виплачують дивіденди, випускають інструменти власного капіталу в тому ж році. Це не відповідає теорії ієрархії, оскільки передбачається, що компанії,

які здійснюють дивідендні виплати і одночасно випускають інструменти власного капіталу, можуть нашкодити акціонерам через зниження ринкової ціни акцій, оскільки інвестори сприймають їх випуск як «погану» новину [85, с. 19].

Узагальнюючи вищезазначене можна зробити наступні висновки. По-перше, витрати банкрутства доцільно розглядати в якості «противаги» «податкового щита» компаній. Дослідження доводять, що всі витрати банкрутства можливо розділити на два типи: прямі і непрямі. Прямі оцінити простіше, ніж непрямі, і в середньому становлять до 2-3% від вартості компаній до банкрутства. Непрямі, через їх неоднозначність, оцінити складно, проте слід орієнтуватися на значення до 20% від вартості компаній. По-друге, цілком очевидно є контрциклічність витрат банкрутства. Однак при цьому необхідно зазначити, що фундаментально вивчається лише ймовірність банкрутства, яка зростає при спаді економічної активності та знижується при зростанні економіки. Якщо прийняти саму величину витрат як деякої умовно постійної величини, то при перемножуванні ймовірності банкрутства на витрати банкрутства отримаємо контрциклічну поведінку значень підсумкових значень витрат банкрутства.

По-третє, істотним, але практично не дослідженим моментом є те, як співвідносяться між собою витрати банкрутства і життєвий цикл компаній. Дослідження А. Бхаттачаржі [66] наводить на думку, що існує деяка

фундаментальна ймовірність банкрутства, яка знижується по мірі розвитку компанії і зростає на стадіях спаду. Тоді при накладенні витрат банкрутства на макроекономічний і життєвий цикли динаміка даних витрат є нелінійною в часі і підлягає подальшому вивченню та графічній інтерпретації.

По-четверте, виходячи з досліджень останніх років, цінність теорії ієрархії в цілому знижується. Найбільш переконливі докази наводяться З. Франком і В. Гойалом [84], які побудували графік зміни фінансового дефіциту компаній США за останні 30 років. Фінансовий дефіцит в даний час більшою мірою пояснюється випуском інструментів власного капіталу, ніж боргових. Підтвердження цьому ми також знаходимо в роботі Б. Сейферта і Х. Гоненко [85], а також Ж. Чена [86]. Незважаючи на більш пізній вступ Китаю до побудови ринкової економіки, компанії демонструють передові тенденції в рамках вибору джерел фінансування капіталу, подібно компаніям США.

По-п'яте, при дослідженні теорії ієрархії не зовсім очевидною є відмінність між розвиненими і країнами, що розвиваються. З одного боку, можна логічно припустити, країни, що розвиваються, повинні більшою мірою слідувати теорії ієрархії через більше побоювання власників за свої активи внаслідок недосконалості законодавства, корупції та інших атрибутів ринків, що розвиваються. У цьому сенсі теорія здається логічно досконалою: спочатку використовується самофінансування, потім залучаються боргові джерела, і, якщо їх

недостатньо, власник згоден поділитися правами власності. Однак результати останніх робіт також не дозволяють зробити подібні висновки. Наприклад, в роботі Б. Сейферта і Х. Гоненко [85] відзначається, що фінансовий дефіцит компаній країн, що розвиваються є нижчим, але фінансується він також в основному за рахунок власного капіталу. Важливо враховувати особливості країн, які можуть спотворити одержані результати. На жаль, проксі-змінні, які враховують подібні ефекти, не завжди вводяться в регресії. Як наслідок, особливості економік країн спочатку не враховуються, а підводяться під отримані результати.

По-шосте, не розроблено механізму коректного відображення теорії ієрархії в регресійних моделях. На поточний момент, по суті, розроблено лише одну модель, яка розглядає зміну боргового навантаження залежно від дефіциту фондів компанії. Зазначимо, в ньому підсумовуються дивідендні платежі, капітальні витрати, зміна оборотного капіталу і віднімається операційний грошовий потік. Однак ще графічна інтерпретація даної моделі показує очевидні неузгодженості.

Отже, на поточний момент важко спиратися на теорію ієрархії, як на базову модель розвитку теорій оптимізації структури капіталу. Істотним її недоліком є поведінковий характер аналізу прийняття рішень менеджерами, неможливість формалізації оптимальної боргового навантаження залежно від макроекономічних умов і стадій розвитку компанії. В цьому відношенні компромісна модель, що володіє базовими

передумовами для графічної оптимізації леверіджу, є доцільнішою. Окрім того, отримані результати по найбільш розвиненим компаніям Азії демонструють, що такі компанії більшою мірою спираються на компромісну теорію. І дійсно, від інформаційної асиметрії страждають більшою мірою невеликі фірми, водночас як великі мають більшу інформаційну прозорість. Не випадково розвиток теоретичної бази теорії ієрархії перейшло на рівень невеликих компаній малого і середнього бізнесу. Очевидно, що на сьогодні розраховувати лише на теорію ієрархії в поясненні боргового навантаження підприємств не доцільно. Отже, можна зробити висновок про те, що в групі розвинених країн доцільність теорії ієрархії є нижчою, ніж в групі країн, що розвиваються. Очевидно, що це пов'язано з неоднорідністю розвитку фінансових ринків у виділених групах країн і деякою затримкою в фінансовому розвитку країн, що розвиваються щодо розвинених приблизно на десять-двадцять років.

2.2. Життєвий цикл і його співвідношення зі структурою капіталу підприємств

Питання щодо формування раціональної структури капіталу протягом життєвого циклу є вкрай важливим для прийняття рішень щодо фінансування інвестицій і поточної діяльності. Вік підприємства є однією з детермінант леверіджу, яка широко досліджується у наукових працях і сприятиме в пошуку

оптимальної структури капіталу. Зазначимо, що наукова спільнота обґрунтувала досить значну кількість аргументів як на користь позитивної кореляції між леверіджем і віком компанії, так і на користь негативної. Наприклад, в роботі М. Ченг [86] на користь позитивного зв'язку наводить таке пояснення: результативність діяльності залежить від накопичених знань про ринок, досвіду та репутації, які зростають у мірі розвитку організації. Окрім того, налагоджуються зв'язки з кредиторами, які пропонують більш вигідні умови співпраці. У зв'язку із цим, Д. Даймонд [87] наводить таку аргументацію: по мірі «старіння» компанія прагне не зіпсувати свою репутацію, і менеджери не схильні до ризику, прагнуть уникати більш ризикованих інвестиційних проектів на користь менш ризикових, навіть коли останні не схвалюються акціонерами. У подібній ситуації протиріччя між кредиторами і менеджерами компанії мають природну тенденцію до пом'якшення.

Результати досліджень М. Петерсона і Р. Раджана [88], Г. Халла [89] також свідчать на користь позитивної залежності між змінними. В цілому фактори на користь позитивної кореляції найбільш повно представлені в роботі А. Езехі і Ф. Ботхі [90]. До них відносяться:

- більш низькі транзакційні витрати;
- зниження вартості запозичень;
- зниження загрози зниження відповідальності позичальника («moral hazard problem»);

зниження невизначеності;
 збільшення обсягу інформаційних потоків між кредиторами і менеджерами;
 більш стабільний вхідний грошовий потік.

Позитивна залежність між леверіджем і віком підприємства відповідає теорії агентських відносин [91, с. 13].

Однак існують аргументи і на користь негативної кореляції: наприклад, по мірі старіння компанія схильна до ризику більш повільного впровадження інновацій, так само як і до ризику зниження ефективності корпоративного управління [86, с. 68, 75]. Також до числа ризиків можна віднести наступні [90, с. 57]:

із віком компанія стикається із нееластичністю своєї структури, зношуванням активів, що знижує її вартість;
 по міру старінні можливі зниження рентабельності діяльності та зростання витрат.

Негативний взаємозв'язок відповідає теорії ієрархії: по мірі зростання збільшується накопичений нерозподілений прибуток, отже, компанії необхідно менше зовнішніх ресурсів для фінансування своєї діяльності [91, с. 12-14].

Окрім розглянутих вище, існують й альтернативні точки зору на характер зв'язку між змінними. Так, М. Пфаффермайер [92, с. 11] показує, що залежність між леверіджем і віком компанії має U-подібний характер (рис. 2.1).

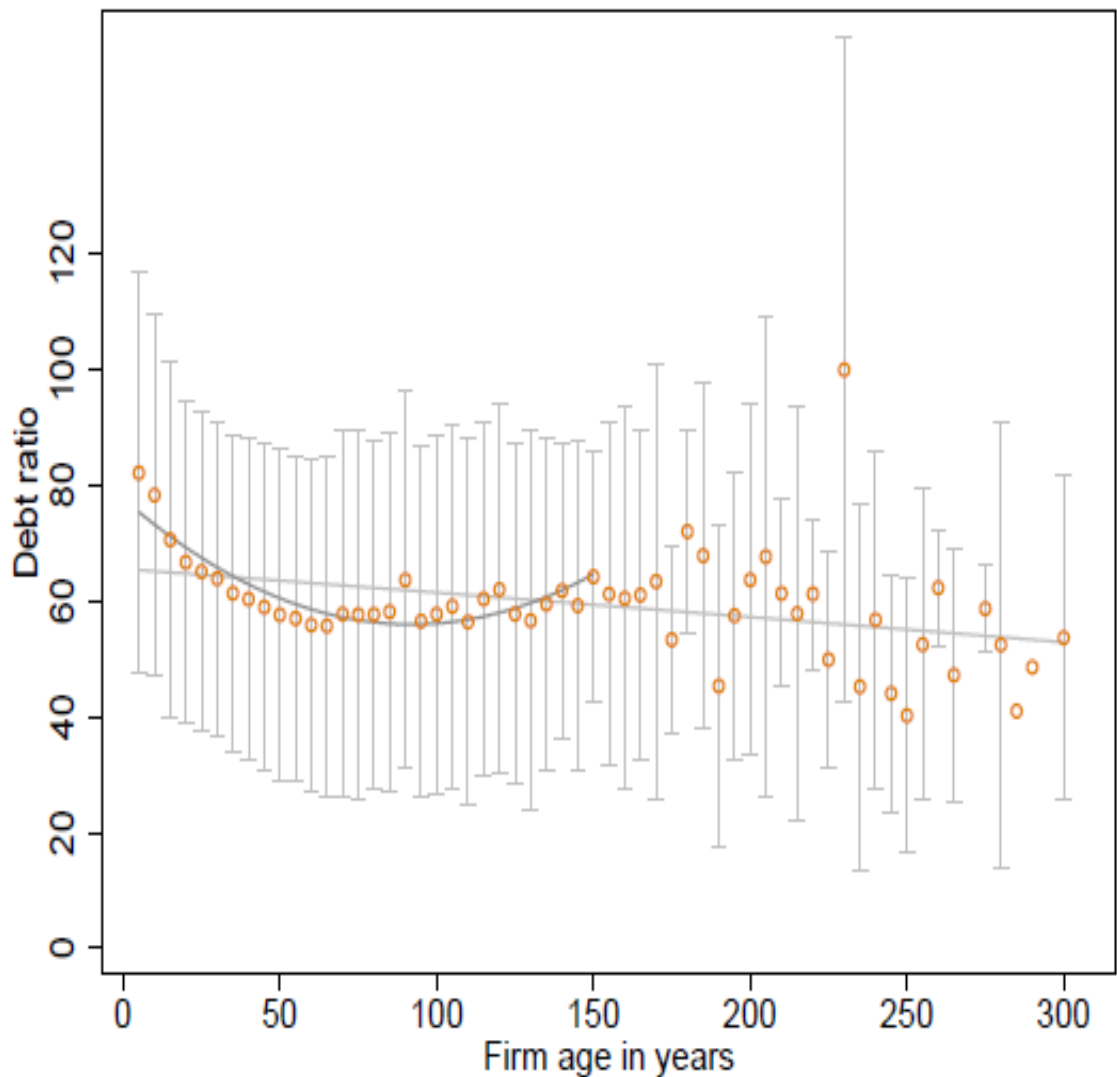


Рис. 2.1. Залежність між леверіджем компанії та її віком

Джерело: побудовано за джерелом [82].

На рис. 2.1 по вертикальній шкалі відкладено боргове навантаження компанії, а по горизонтальній – її вік у роках. Даний рисунок побудовано таким чином: на основі аналізу 541 483 фірм, які представляють 35 європейських країн у 126 галузях економіки, було сформовано інформаційну базу, дані з якої були розбиті на п'ятирічні проміжки залежно від віку компанії. Середнє значення боргового навантаження для відповідних вікових інтервалів представлено точками, вертикальні лінії

показують стандартне відхилення для кожної з груп. Очевидно, що є присутнім мінімум леверіджу, що відповідає віку 85-90 років від моменту створення з борговим навантаженням менш ніж 60%. В інші періоди леверідж є вищим. Отже, можливо додатково виявити не тільки мінімум середньозваженої вартості капіталу (WACC) залежно від структури капіталу, а й мінімум боргового навантаження у часі.

Дещо інший взаємозв'язок наводиться у роботі М. Ла Рокка і А. Каріоли [93]. За розрахунками вчених, залежність леверіджу від віку компаній також носить нелінійний характер. У момент народження і на стадії зростання фірми використовують позики в якості найважливішого джерела фінансування. На наступній стадії позики як і раніше важливі, але вже менш критичні для подальшого існування організації. З метою уточнення залежності між леверіджем і віком компаній узагальнимо дослідження, які розглядають вік в якості однієї з детермінант структури капіталу в рівняннях множинної регресії. Результати представимо в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Взаємозв'язок леверіджу та віку компаній в емпіричних дослідженнях

Автор і рік	Дослідження	Значення	Характер
-------------	-------------	----------	----------

дослідження	компанії (величина вибірки), часовий період дослідження	коефіцієнта	залежності
П. Хатчінсон [41]	Компанії Великобританії (3 368), 1991-1995 рр.	-2.28114E-04	Від’ємна
К. Грін [42, с. 24,28]	Компанії Кенії (2 000), 1999 р.	-0.009	Від’ємна
Ш. Ахтар, Б. Олівер [43]	Компанії Японії (360), 1993-2003 рр.	0.04	Позитивна
О. Брав [44]	Компанії Великобританії (кількість спостережень 353 567, у т.ч. приватні фірми – 344 306, публичные – 9 261), 1993-2003 рр.	-0.056 (Private Log), -0.01 (Public Log) [74, с. 279]	Від’ємна
А. Йохансен [45]	Компанії Данії (66), 2005-2009 рр.	-0.004 [115, с. 43]	Від’ємна
М. Саїд [46]	Компанії Бангладеша (46), 1999-2005 рр.	-0.02	Від’ємна
А. Шамшур [47]	Компанії 7 країн Східної Європи (1 014786), 1996- 2006 рр.	-0.104	Від’ємна

Джерело: узагальнено авторами.

Як видно з таблиці 2.1, більшість дослідників встановили негативну залежність між леверіджем і віком компаній. Отже, чим старішою є фірма, тим менше потреба в позиковому фінансуванні. Однак, результати, отримані по регресу, не враховують стадій розвитку компаній, в зв'язку з чим виникає потреба в більш ретельному вивченні даного взаємозв'язку.

2.2.1. Структура капіталу та життєвий цикл підприємства

Відомо, що в життєвому циклі організації можна виділити чотири основні стадії розвитку: становлення, зростання, зрілість і занепад, який спроможний перейти в стадію оновлення. Після закінчення стадії занепаду можливі два варіанти дій: організація проходить процес банкрутства та ліквідації, якщо організаційні зміни не були успішно проведеними і збережено стару організаційно-управлінську систему, або компанія починає нове життя, при цьому оновленню піддається вся система економічних відносин та функціональних областей підприємства. Узагальнимо основні наукові розробки, які аналізують взаємозв'язок леверіджу і життєвого циклу.

Так, на думку іспанських учених П. Кастро, М. Таскон і Б. Амор-Тапіа [91], існують дві основні причини, за якими результати різних досліджень залежності не відповідають один одному:

1. Різна кількість стадій, через які проходить компанія. Дослідники вважають, що доцільно орієнтуватися на традиційні теоретичні роботи, які сформовані з теорій життєвого циклу окремих товарів, створених в 1970-ті - 80-ті роки [91, с. 6].

2. Вибір критерію, за яким здійснюється класифікація стадій життєвого циклу [91, с. 6]. У різних дослідженнях критерії суттєво відрізняються за своїм економічним змістом.

Іншим, не менш важливим аспектом роботи, є систематизація попередніх досліджень і знаходження так званого «патерну» поведінки боргового навантаження підприємств протягом життєвого циклу відповідно до фундаментальних теорій:

1. Згідно з компромісною теорії на стадіях життєвого циклу, що передують зрілості, фірми не можуть дозволити залучати позики внаслідок високих витрат банкрутства, низькі доходи, а також їх висока волатильність. Подібні висновки поширюються й на стадію спаду, оскільки на ній компанії так само схильні до зниження доходів. Отже, компромісна модель передбачає патерн «низький - високий - низький борг» протягом життєвого циклу [91, с. 4].

2. Теорія ієрархії не передбачає формування певної оптимальної структури капіталу. Вибір джерел фінансування фірмою є індивідуальним залежно від обставин, але спочатку перевага віддається нерозподіленому прибутку, потім борговим джерелам, і, далі, інструментам формування власного капіталу [91, с. 5]. Отже, теорія припускає патерн «високий - низький - високий борг».

Дещо більш повне групування теорій по патернах поведінки леверіджу можна знайти у дослідженнях М. Рокка, Т. Рокка і А. Каріола (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Ключові гіпотези взаємозв'язку між левеверфджем і
стадіями життєвого циклу**

Гіпотеза	Опис
Теорія ієрархії: Майерс (1984), Холмс і Кент (1991), Чіттенден (1996), Мікаелас (1999)	Порядок джерел фінансування визначається відповідно до теорії ієрархії. Рівень боргу коригується залежно від фінансових потреб упродовж життєвого циклу. Високорентабельні компанії менш використовують левеверіджу.
Фінансовий життєвий цикл: Флак (2000), Каплан и Стромберг (2003), Кері (1993), Хелвідж и Ліанг (1996)	Невеликі компанії, які чутливі до проблем асиметричності інформації, спочатку використовують залучений власний капітал (наприклад, венчурне фінансування) та нерозподілений прибуток, використовуючи борг в останню чергу для задоволення фінансових потреб.
Ефект репутації: Флак, Холтс-Якін і Роузен (1998), Даймонд (1989)	Молоді компанії, які не мають сформованої репутації та досвіду, мають невелику боргове навантаження. По мірі зростання, до стадії зрілості, компанії починають залучати борговий капітал.
Зворотний фінансовий життєвий цикл: Петерсен і Раджан (1994), Гамільтон і Фокс (1998)	Новостворені компанії спираються на доступні джерела фінансування, такі як сімейний капітал, а також банківські кредити під заставу сімейного майна. Зміна структури капіталу проводиться на стадії зрілості, по мірі зростання зовнішні джерела заміщуються внутрішніми.
Ефект репутації: Даймонд (1991)	Молоді фірми добровільно піддають себе моніторингу з боку банків, які виступають своєрідним «гарантом» їх якості та надійності. По мірі зростання моніторинг стає вторинним.

Джерело: складено за [40, с. 5].

Відповідно до результатів дослідження П. Кастро, М. Роккі і А. Фрілінгхауса [91] поділимо всі розглянуті вище наукові праці на дві групи: висновки перших відповідають патерну теорії ієрархії, результати других – компромісній теорії. Спочатку розглянемо дослідження, які віднесено до першої групи.

У роботі Л. Булана і З. Яна [92] виділяються лише дві стадії розвитку фірми, зростання і зрілість, на основі чого проводиться тестування теорії ієрархії на предмет її відповідності зазначеним стадіям. Дослідники дійшли до висновку, що теорія краще підходить для характеристики поведінки боргового навантаження зрілих фірм, ніж тих, які перебувають на стадії зростання. Відмінності між фірмами, які віднесено до двох зазначених вище стадіях, є суттєвими. Так, фірма на стадії зрілості в середньому в чотири рази більше, за компанію на стадії росту. Окрім того, фінансовий дефіцит компаній, який визначається як різниця між сукупними і внутрішніми джерелами фінансування, становить для невеликих компаній 51,63% на стадії росту і всього 8,28% на стадії зрілості. Більш того, відмінності мають місце і в показнику рентабельності компаній. Середнє значення рентабельності активів (ROA) для зрілих фірм становить 16,33%, для зростаючих – 5,37%. Отже, вчені вважають, що компанії на стадії зрілості схильні слідувати теорії ієрархії внаслідок більш високої рентабельності. При цьому резерв нарощування боргового навантаження на даній стадії вище не тільки з причини отримання більш високого грошового потоку і вищої

рентабельності, а й внаслідок більш низьких витрат фінансової нестійкості [92, с. 6-16].

Більш того, зрілі фірми менше обмежені і максимальним рівнем боргового навантаження, незалежно від доступу на публічний борговий капіталу. Дослідники наводять дві можливих причини: по-перше, їх потреба в зовнішньому фінансуванні не є затребуваною. По-друге, максимальне боргове навантаження таких компаній вище через їх відповідність більш високому кредитному рейтингу. При цьому дослідники справедливо вважають, що високий кредитний рейтинг відповідає і більш низьким витратам на залучення боргу. Це підтверджується і в ряді інших робіт, наведених вченими для аргументації своєї позиції, зокрема, дослідження Д. Даймонда [92, с. 14]. Отже, зрілі фірми отримують можливість залучати фінансування на більш вигідних умовах порівняно із більш молодими компаніями. У роботі М. Петерсена і Р. Раджана робиться висновок про те, що більш молоді компанії залучають борг зі значними абсолютними витратами порівняно зі зрілими компаніями, незалежно від конкурентної структури позичкового ринку [92, с. 14].

Дослідження М. Кіма, Е. Крістіансена і Б. Вейла [93] присвячене аналізу взаємозв'язку між життєвим циклом підприємств і банківської маржею. Вчені пропонують теоретичну модель, яка підтвердилася на основі аналізу даних за вибіркою 19 753 фірм Норвегії за 2000-2001 роки. Модель відображає три стадії взаємодії між банками і компаніями. На першій стадії з

метою залучення нових позичальників банки пропонують молодим фірмам ставку з невеликою маржею. У подальшому, стаючи кредитором, банк отримує інформаційну перевагу, яке призводить до прояву так званого «Ефекту блокування» («lock-in effect»), що виражається в позитивному зростанні банківської маржі. Далі, стаючи зрілою, фірма стає більш привабливою для інших банків, до неї надходять пропозиції від банків-конкурентів, маржа знижується.

Подібним чином розглядається взаємодія між кредитором і позичальником у дослідженнях М. Каусхоллі і У. Кнечела [94]. Науковці досліджують взаємозв'язок між вартістю залучення позикового капіталу, стадіями життєвого циклу і проведенням обов'язкового аудиту в компаніях «великої шістки». На думку дослідників, кожна зі стадій життєвого циклу підприємства є унікальною. Так, на етапі створення компанії властиві «високі бар'єри» виходу на ринки капіталу через високий рівень інформаційної асиметрії про фірму та перспективи її розвитку» [104, с. 5]. У цих умовах основним джерелом стає банківське фінансування. По мірі зростання компанія заробляє репутацію шляхом своєчасного повернення кредитів і сплати відсотків, витрати моніторингу діяльності знижуються, фірма отримує можливість залучати борг із декількох джерел [104, с. 7]. Як наслідок, в умовах конкуренції кредитори не можуть нести високі витрати з моніторингу, і далі ця функція перекладається на аудиторів.

Вище розглянуте дослідження доповнюється роботою А. Бута і А. Такора [105], в якій доводиться, що для позичальника важливо встановити довгострокові відносини з банками, не зважаючи на відсутність репутації. На думку вчених, «навіть одноразової успішної реалізації проекту досить, щоб гарантувати позичальникові незабезпечений кредитний договір, позбавлений для компанії втрат добробуту на необмежений горизонт планування» [52, с. 913]. Окрім того, на більш пізніх стадіях взаємовідносин «банк –позичальник» вартість запозичень знижується [105, с. 914].

Дослідження чеських економістів П. Пінкова і П. Камінкової [106], яке базується на вибірці 50 невеликих компаній автомобільного сектора Чехії. За результатами дослідження науковці зробили такі висновки. По-перше, повністю підтверджується теорія ієрархії: компанії мають найбільше боргове навантаження в періоди зростання і зниження ділової активності. На стадії зрілості боргове навантаження прагне до мінімуму. Так, середнє значення леверіджу в момент народження підприємства становить 68%, поступово знижуючись до 52%. На стадії спаду боргове навантаження знову зростає до 64%. По-друге, дослідниками також аналізується співвідношення між короткостроковим і довгостроковим позиковим капіталом компаній на різних стадіях життєвого циклу. Частка довгострокового капіталу має тенденцію до зростання по мірі розвитку фірми, збільшуючись із 45% на стадії народження до

56% до стадії зрілості. На стадії спаду знову відбувається збільшення короткострокових зобов'язань до 55% [106, с. 257].

Заслуговує на увагу вітчизняної практики результати дослідження науковця, який розглядає значну кількість детермінант леверіджу, однією із яких є стадії життєвого циклу. У дослідженні виділено наступні 5 стадій: створення, зростання, зрілість, витіснення і спад. В результаті для леверіджу була отримана залежність, яка свідчить про те, що боргове навантаження російських компаній є невисоким: на стадії зрілості короткостроковий борг становить приблизно 10% від усіх активів, довгостроковий – 7%. Сукупне боргове навантаження має тенденцію до зниження по мірі наближення до зрілості, зменшується майже в два рази із 33% до 17%. Отже, одержані результати дослідження також переконливо доводить патерн поведінки леверіджу відповідно до теорії ієрархії.

У роботі Б. Кіма і Д. Суха [107] в центр уваги поставлено взаємозв'язок між леверіджем компаній та їх рентабельністю. На основі аналізу даних по фондовому ринку США за 1981-2006 рр. науковці доходять до висновку, що зв'язок між леверіджем і нерозподіленим прибутком носить U-образний інвертований характер [107, с. 2]. При цьому дослідниками виділяються три стадії розвитку компаній:

1. Перша стадія характеризується невеликою величиною нерозподіленого прибутку (low-RE stage), їй відповідає низький левіридж, при цьому компанії використовують в якості джерела

фінансування переважно залучений власний капітал (external equity).

2. Друга стадія відповідає середньому рівню нерозподіленого прибутку, високому рівню боргового навантаження та характеризується використанням боргу для фінансування високих темпів зростання.

3. Третя стадія пов'язана з високим рівнем нерозподіленого прибутку, низьким леверіджем, накопиченням чистого прибутку та його використанням для фінансування інвестиційних проектів [107, с. 3]. Отже, виявлена залежність практично аналогічна результатам, отриманим за італійськими компаніями у дослідженнях М. Роккі.

Розглянемо результати останнього дослідження, які підтверджують патерн поведінки леверіджу відповідно до теорії ієрархії, після чого перейдемо до аналізу наукових праць, які свідчать на користь компромісної теорії. Наукова праця С. Утамі і Е. Інанга [108], вчених з Маастрихтської Школи Менеджменту, є помітною, у якій проведено детальний аналіз двох стадій розвитку компаній, зростання і зрілості. За результатами дослідження фінансовий дефіцит для зростаючих компаній має істотний позитивний вплив на чисту величину боргу, власного капіталу, а також на знов отриманий нерозподілений прибуток. Окрім того, теорія ієрархії більше підходить під фінансову поведінку зростаючих фірм, ніж зрілих, оскільки останні більш детально вивчаються аналітиками, краще знайомі інвесторам, і,

як наслідок, повинні менше страждати від інформаційної асиметрії. У цілому результати дослідження повністю відповідають висунутим раніше патерну теорії ієрархії: проблема фінансового дефіциту зрілих фірм вирішується за допомогою власних джерел, що зростають – боргових.

З дещо іншої точки зору аналізується діяльність компаній Таїланду дослідником І. Танатаві [109]. Основна мета роботи полягає в пошуку взаємозв'язку між виплатами дивідендів компанією, її життєвим циклом і вільними грошовими потоками. Вчений робить висновок про те, що чим вище рентабельність і більша компанія, тим вище її дивідендна прибутковість. Однак, встановлено, що взаємозв'язок між виплатами дивідендів і леверіджем позитивний, що є складно пояснити. Зазначимо, що відповідно до теорії ієрархії компанія на стадії зрілості, на яку повинна припадати більша частина виплачуваних дивідендів, має менший обсяг позикових коштів. Результати дослідження побічно свідчать на користь компромісній теорії.

Одним із найбільш цікавих досліджень, проведених в Західній Європі, є робота португальських вчених Г. Тексейра і М. Сантоса [110]. На основі вибірки з португальських та іспанських компаній були досліджені 379 стартапів і 2325 функціонуючих фірм. Результати проведеного аналізу свідчать про те, що загальний рівень боргового навантаження зростає по мірі того, як фірма послідовно проходить стадії народження і зростання [110, с. 29]. По мірі зниження економічної активності, на більш пізніх стадіях

життєвого циклу, відбувається зменшення леверіджу. Більш того, короткострокові та довгострокові позики аналізується вченими відокремлено: рівень довгострокового боргу знижується на пізніх стадіях і спаду економічної активності. Залежність для короткострокових зобов'язань є дещо іншою: їх рівень підвищується по мірі наближення компанії до стадії зрілості і знижується при зниженні активності.

Важливим напрямом дослідження є вивчення зв'язку між стадіями життєвого циклу і окремими детермінантами структури капіталу. Першим фактором є рентабельність. Відповідно до теорії ієрархії, чим довше існує фірма, тим більшою є величина накопиченого прибутку, і тим меншою є ймовірність потреби в кредитних ресурсах. Однак негативна залежність між цими факторами є характерною для всіх стадій життєвого циклу. Факторами, які діють практично однаково для всіх трьох видів боргу, є майбутні можливості для зростання і структура активів. У традиційному розумінні забезпеченням по кредитах виступають необоротні активи, тому позитивна залежність між леверіджем і структурою активів цілком логічна. Проте, таким же чином змінюється коефіцієнт і у першого фактора, що оцінюється за допомогою частки нематеріальних активів. Одержані результати дослідження практично не піддаються поясненню. Остання змінна, лістинг компанії, вкрай важлива для довгострокового боргу: для всіх стадій отримана позитивна залежність. Отже, компанія, яка цінні папери якої котируються на

біржі, отримує незаперечні переваги з кредитування. Як правило, розміщенню передують тривала процедура щодо збільшення прозорості компанії відповідно до встановлених процедур, що, безсумнівно, позитивно позначається на її репутації.

2.2.2. Зовнішні детермінанти структури капіталу

Розглянувши співвідношення між життєвим циклом і структурою капіталу компаній, перейдемо до вивчення зовнішніх чинників, із дією яких стикаються компанії по всьому світу. Зазначимо, що проблема взаємодії компаній із зовнішнім середовищем не є новою, і детально аналізується в різних дослідженнях. Узагальнюючи основні теорії оптимізації структури капіталу, ми переконалися, що більшість дослідниками є представниками США або країн Європейського Союзу. Тому далі саме з них продовжимо огляд літератури.

Однією з недавніх європейських робіт є публікація естонського економіста А. Хазака [111], присвячена аналізу впливу різних інституційних чинників на вибір компаніями структури капіталу. Одним із них є законодавче обмеження максимальної боргового навантаження, яке може нести фірма, так званого «Thin capitalization rules». Згідно з даними правилами, компанії понад певної межі леверіджу не можуть компенсувати відсотки по «податковому щиту». Найчастіше відсоток задається в вигляді відношення боргового навантаження компанії до власного капіталу. Заслуговують на увагу також зроблені

висновки естонським економістом А. Хазака за результатами дослідження містить, а саме:

1. Мінімальний розмір статутного капіталу не впливає на леверідж компанії.

2. Наявність умов відповідності статутного капіталу чистим активам організації також не впливає на обрану компанією структуру капіталу.

3. Існування законодавчих обмежень, які враховують чисті активи товариства як такі, а не у відносному вираженні, призводить до зменшення боргового навантаження компанії.

4. Компанії, що діють в країнах, де існує обмеження на граничне боргове навантаження (тобто «thin capitalization rules»), схильні мати менше боргових зобов'язань в пасивах.

Отже, результати вченого переконують, що існування додаткових обмежень, які вводяться державою на структуру капіталу компаніями, призводить до зменшення використання боргу і збільшення частки власного капіталу в пасивах балансу.

Встановлено, що відмінності в розвитку банківської системи тривалий період часу розглядалися як можлива детермінанта структури капіталу. Перші дослідження, пов'язані з вивченням механізму впливу даного чинника на фінансову діяльність фірм, представлені в роботах К. Майера [112] і Р. Раджана і Л. Зінгалес [113]. Проаналізуємо їх детальніше.

Стаття К. Майера є однією з найбільш ранніх наукових праць, при цьому в дослідженні розглядається структура капіталу не в

традиційному їй розумінні, а враховуються всі джерела фінансування, починаючи з товарного кредиту і закінчуючи облігаціями. Аналіз даних за 16 років (1970-1985 рр.) дозволив зробити науковця такі висновки: в країнах із розвиненим фондовим ринком, до яких слід віднести США і Канаду, компанії значну частину коштів залучають за допомогою випуску цінних паперів (19% від усіх джерел фінансування в Канаді і 13% – в США) 20. Для порівняння, у Німеччині цей показник становить всього лише 3%, а у Великобританії – 8%. У статті автор дослідив залежність між чистим прибутком компаній і чистим банківським кредитом, у результаті чого встановив зворотну залежність: як тільки прибуток знижується, практично синхронно їй зростає величина чистого банківського кредиту. Крім того, очевидно, що у Великобританії ця ситуація повторюється приблизно раз в чотири-п'ять років, що свідчить про можливу циклічність зміни частки боргу і власного капіталу.

Іншим чинником який впливає на структуру капіталу компаній є показник темпів приросту ВВП. Дослідником встановлено пряму кореляцію між темпом приросту ВВП і чистим банківським кредитом, що використовується компаніями: при збільшенні темпу зростання економіки збільшується частка залученого компаніями позикового капіталу. Характерною особливістю є також і те, що дана ситуація відбувається з лагом приблизно в один рік при більш-менш рівномірному розвитку економіки: досить звернути увагу на чотири цикли з 1952 по 1970

роки. Отже, зазначимо, що при рівномірному циклічному розвитку економіки обсяг залучення позикових коштів зростає при збільшенні темпів зростання економіки.

У роботі М. Джаннетті [114] детально розглядається стаття Р. Раджана і Л. Зінгалес, де проблема співвіднесення фондового ринку і банківського сектора країни аналізується в дещо іншому аспекті. По-перше, розглядається змінна, що показує ступінь монополізації банківської системи країни, яка розраховується як частка активів трьох найбільших банків до активів всього банківського сектора. По-друге, ступінь розвиненості фондового ринку є важливим параметром при виборі джерел фінансування, оскільки впливає на розвиненість банківської системи країни, і, як наслідок, на ставку кредитування компаній. По-третє, важливе значення має не тільки леверідж як такий, а й термін кредитування: як відомо, облігації компаній традиційно розраховані на більш тривалі строки обігу, ніж банківські кредити, тому банки в умовах низької конкуренції з боку фондового ринку віддають перевагу надання кредитів на більш тривалі терміни, таким чином виступаючи альтернативою, що дозволяє замістити фінансові інструменти фондового ринку.

В цілому ж традиційно вважається, що рівень розвитку банківської системи як один із чинників, який визначає структуру капіталу компаній, означає наступне: як тільки ринки капіталу стають більш розвиненими, вони привертають більшу кількість компаній, які їх використовують як джерело фінансування, і тим

меншим є боргове навантаження фірм, які привертають менші обсяги коштів через традиційні джерела [115, с. 34]. З метою перевірки цієї позиції розглянемо результати досліджень щодо впливу фактора рівня розвитку банківської системи країни на леверідж компаній (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Рівень розвитку банківського сектору та леверідж компаній

Автор	Період дослідження, обсяг вибірки компаній	Фактори впливу	Значення коефіцієнта множинної регресії	Характер встановленого зв'язку
А. Деміргук – Кунт (1998)	1983-1991 рр., 9849, 32 країни	Внутрішні депозити банків до ВВП	-0.141 (0.055) (5%)	Негативний
А. Деміргук – Кунт, В. Максимович [116]	1980-1991 рр., 9649, 30 країн	Загальний обсяг депозитів банків до ВВП	-0.026 (0.02)	Негативний
М. Джаннетті [114]	1993-1997 рр., 61557, 8 країн	Частка активів трьох крупних банків до всіх активів країни	-0.15 (-5.47)	Негативний
С. Гурчаран [115, с. 39]	2003-2007 рр., 155, 4 країни	Внутрішні активи банків до ВВП	0.06 (1.38)	Позитивна

Джерело: узагальнено авторами.

Зазначимо, що для оцінки банківського сектора найчастіше використовується коефіцієнт, який розраховується як відношення загального розміру депозитів банків країни до ВВП. Значення даного коефіцієнта для різних країн різняться. Так, до першої десятки входять виключно розвинені країни, переважно європейські. Виняток становить тільки Малайзія. Окрім того, у цю групу увійшли Канада і США – країни із традиційно високим рівнем розвитку фондового ринку, де дане відношення перебуває на рівні менше одиниці. В цілому рівень розвитку банківського сектора показує негативну кореляцію з леверіджем компаній. Окрім традиційних джерел фінансування у вигляді банківських кредитів, для компаній існують альтернативи у вигляді залучення боргового капіталу на розвинених фондових ринках.

Узагальнивши наукові праці щодо взаємозв'язку фактору рівня розвитку банківського сектора і леверідж компаній, важливо систематизувати результати досліджень щодо зміни депозитно-кредитно політики банками залежно від макроекономічних циклів. Однією із наукових праць, в якій аналізується дане питання, є доповідь М. Нікітіна і Р. Сміта [117]. Дослідники встановили, що як депозитна, так і кредитна політика банків 7 досліджених країн (Канада, Італія, Німеччина, Нідерланди, Швейцарія, Великобританія, США) в більшості з них носить контрциклічний характер. Кредитний і депозитний спреди, розраховані як різниця між кредитними та депозитними ставками банків і відповідними їм загальними ринковими

ставками відсотка, зростають в періоди криз і знижуються при економічних підйомах. Цікаво також відзначити той факт, що в англomовних країнах маніпулювання вартістю залучення коштів через депозити нижче, що дослідники знову ж пов'язують із більш розвиненими фінансовими ринками.

Заслуговують на увагу результати дослідження, проведеного Д. Фікслером [118]. В роботі вчений задається більш загальними питаннями, чи можливо використовувати структуру корпоративних процентних ставок США для передбачення «поворотних» точок ділового циклу. Дослідник вважає, що краще за все орієнтуватися на ставки по казначейських цінних паперів: в періоди економічного зростання крива дохідності за ними має традиційний висхідний характер, тобто з ростом терміну до погашення цінних паперів зростає відсоткова ставка. Однак, на думку дослідника, це не завжди вірно: безпосередньо перед рецесією (за 4 – 6 квартали) крива прибутковості набуває інвертований вигляд, при якому ставка по короткостроковим паперів зростає. За розрахованим значенням спреду між десятирічними казначейськими нотами і тримісячними казначейськими облігаціями і квартальною зміною ВВП США. Вчений наводить таке пояснення такої ситуації: казначейські облігації в періоди нестабільності використовуються як «тиха гавань» для інвесторів, тобто для збереження коштів із мінімальною прибутковістю, спред між корпоративними і казначейськими ставками знижується. Водночас у періоди

економічного зростання прибутковість по корпоративним паперів зростає, а ризик банкрутства компаній зменшується. У такій ситуації казначейству необхідно підвищувати прибутковість за цінними паперами для залучення інвесторів, тоді як компанії «можуть запропонувати відносно більш низькі ставки інвесторам, які більше не очікують дефолту» [118, с. 22].

Цікавим є результат й про співвідношення між процентними ставками і макроекономічними циклами. У роботі П. Немейера і Ф. Перрі [114] розглядається взаємозв'язок між діловими циклами і реальними процентними ставками для двох груп країн: малих відкритих розвинених економік (Австралія, Канада, Нідерланди, Нова Зеландія, Швеція) і малих відкритих розвиваються (Аргентина, Бразилія, Мексика, Південна Корея, Філіппіни). Дослідники роблять висновок, що цей взаємозв'язок для двох груп країн принципово відрізняється: якщо у випадку з розвиненими країнами процентні ставки демонструють мінімальну проциклічну поведінку із середнім лагом щодо ділового циклу в три квартали (коефіцієнти кореляції знаходяться в діапазоні від -0,05 до 0,37 із середнім значенням в 0,19), то у випадку з країнами, що розвиваються – контрциклічну із випередженням ділового циклу в середньому на квартал (коефіцієнти кореляції варіюються -0,38 до -0,7) [114, с. 8].

Серед зовнішніх чинників найбільш неоднозначний вплив на леверідж компаній має циклічність економіки. Однією із останніх наукових праць із даної тематики була стаття Т. Баса [67], вченим

із лондонської Cass Business School. На основі аналізу даних у розрізі 25 країн світу були обстежені 11125 фірм, причому основна увага була приділена таким зовнішнім детермінантам леверіджу, як ВВП на душу населення, економічне зростання, інфляція, процентні ставки. Результати дослідження показують, що при збільшенні ВВП на душу населення загальний рівень леверіджу компаній зростає, причому збільшення відноситься як до короткострокового, так й довгострокового боргу. Окрім того, одержаний результат є релевантним й при більш високому темпі зростання економіки. В цілому гіпотеза про зв'язок циклічності економіки і леверіджу має під собою всі підстави. Економічне зростання, безумовно, впливає на діяльність компаній: він передбачає, що для задоволення зростаючих потреб економіки потрібна більша кількість виробленої продукції або послуг. За умови стабільності цін і невисокого рівня інфляції це призводить до збільшення загальної виручки, і, при збереженні стабільного рівня постійних витрат, зростання чистого прибутку. З метою фінансування додаткового зростання компанії потрібно залучати капітал, однак за рахунок якого джерела це відбувається, власного або позикового капіталу, необхідно обґрунтувати.

Зворотна ситуація спостерігається при спаді економіки. Сукупне споживання падає, безробіття зростає, знижується рівень доходів компанії. За наявності високого рівня боргу через зниження вільного грошового потоку його стає складніше обслуговувати, зростає рівень фінансової напруженості. Логічно

припустити, що в цих умовах заміна боргу на власний капітал цілком є доречною, навіть незважаючи на його традиційно більш високу вартість. У світлі розробки підходу до зміни боргового навантаження підприємств протягом життєвого циклу, в якому додатковим фактором оптимізації структури капіталу також є макроекономічний цикл, необхідно узагальнити, які останні розробки і результати у цьому напрямі доцільно розглянути.

Фундаментальною роботою є дослідження Х. Бхамрі, Л. Куен і І. Стребулаєва [121]. Вчені дійшли до висновку, що рішення компаній щодо фінансування за рахунок боргу є проциклічними, оскільки якщо фірма вибирає боргове фінансування у періоди спаду, то рівень її потенційно максимального леверіджу в такі моменти є значно нижчими, ніж в періоди зростання економіки. Відбувається це через дії двох чинників: по-перше, для кожного рівня боргового навантаження при спаді економіки знижується вартість власного капіталу (що, по суті, відображає вартість компанії) через зменшення величини очікуваних дивідендів. Оскільки вартість боргу мало залежить від коливань економіки, це автоматично призводить до зростання леверіджу. По-друге, з метою збереження фінансової гнучкості компанії в періоди спаду вибирають менший рівень боргу через присутність витрат банкрутства. Окрім цього, існує залежність леверіджу від стадії ділового циклу попереднього фінансування. Більш висока ймовірність банкрутства спостерігається у тих фірм, які залучили борг в періоди зростання економіки, оскільки дешевші кредити

призводять до більш ризикованої фінансової позиції. Однак, якщо фірма залучила капітал на стадії спаду, то вона схильна його рефінансувати в періоди експансії. За розрахунками науковців, середня тривалість спаду економіки становить два роки, водночас як зростання – 4 роки.

Результати вищезазначених науковців підтверджуються в ряді інших досліджень. Так, в дослідженні М. Гертлера [122, с. 319] наголошується, що, по-перше, короткостроковий борг великих компаній збільшується в періоди економічного зростання, в той час як в періоди рецесій знижується. По-друге, поведінка невеликих компаній відрізняється від великих: в періоди зростання економіки боргове навантаження таких фірм є стабільним і знижується безпосередньо в періоди спаду економіки.

Доцільно розглянути механізм впливу на леверідж монетарної політики держави. Згідно результатів дослідження, вплив здійснюється двома способами:

1. Зміною процентної ставки (при її збільшенні відбувається погіршення балансових показників через зниження чистого грошового потоку, і, як наслідок, зниження вартості активів компанії, які можна використати в якості застави).

2. Регулюванням банківської системи через норми обов'язкових резервів для певних категорій позичальників. Цей інструмент найбільш підходить країнам із розвиненою банківською системою, або тим країнам, де утруднений з тих чи

інших причин вихід позичальників на біржу з метою залучення позикових коштів.

Отримані М. Гертлер результати підтверджуються і в дослідженні, проведеному Д. Амдуром [123]. В роботі аналізуються такі характеристики корпоративного сектора економіки як чистий викуп боргу компаніями (net debt repurchases) і чистий випуск власного капіталу (net equity payouts). Результати, отримані дослідником, свідчать про чітку негативну залежність між показниками. Так, чистий випуск власного капіталу є позитивним, пов'язаний із випуском продукції компаніями (проциклічний), водночас чистий викуп боргу – негативно (контрциклічен). Отже, нефінансовий бізнес сектор в цілому несе велике боргове навантаження і платить вищі дивіденди в періоди зростання економіки. Навпаки, в періоди рецесій та зменшення ділової активності знижуються як леверідж, так і виплати акціонерам.

Подібні результати були отримані і в науковій праці Д. Бегенау і Д. Саломан [124]. Досліджуючи компанії США, вчені роблять висновок, що чистий викуп боргу падає під час макроекономічних бумів, водночас як чистий випуск власного капіталу – зростає. На підставі цього дослідники резюмують, що компанії залучають більше боргу під час підйомів економіки, і орієнтуються до використання власного капіталу – під час спадів. Зазначена динаміка співвідношення власних і позикових коштів характерною є насамперед для великих компаній, для невеликих

компаній у вибірці ця тенденція не простежується. Окрім того, «великі компанії можуть вибирати між найбільш дешевими доступними фінансовими джерелами протягом ділового циклу» [124, с. 4]. Отже, можна зробити висновок, що упродовж ділового циклу вартість джерел фінансування відносно один одного є неоднорідною: під час підйомів для великих компаній США найбільш вигідно залучати позиковий капітал, під час спадів – власний.

Окрім розглянутих вище результатів досліджень, розглянемо наукові праці, які також встановили проциклічну поведінку боргового навантаження компаній. До них слід віднести розробки А. Кертевега [125], Д. Хесса і Ф. Імменкеттера [126], а також Ф. Ковас і В. Ден Хаана [127].

У роботі А. Кертевега [128, с. 3-4] на основі аналізу 290 фірм були отримані наступні результати. По-перше, дослідник приходить до висновку, що чистий виграш від використання боргу становить 5,5% від вартості компаній. Відповідно, використовуючи борг в структурі капіталу, компанії дійсно мають істотний потенціал нарощування власного вартості. Окрім того, в періоди економічних експансій величина чистого виграшу зростає. По-друге, фінансові витрати знижують вартість компаній в середньому на 15-30%. По-третє, леверідж компаній змінюється проциклічно. Цікавою є ситуація в компаніях з нульовою борговим навантаженням. Такі фірми, які виплачують дивіденди, в цілому мають вищий потенціал щодо нарощування боргу. На

закінчення дослідник приходить до висновку, що в цілому для економіки характерна ситуація, в якій компанії знаходяться в стані недовикористання леверіджу.

Цікавою є публікація німецьких вчених Д. Хесса і Ф. Імменкеттера [128]. Так само, як і в дослідженні А. Кертевега, науковці робить висновок про те, що проциклічно змінюється не лише леверідж компаній, але і вигоди від його використання. Так, оцінюючи параметри власної моделі на вибірці з компаній, які входять до індексу S&P500, вчені роблять висновок про те, що випускаючи боргові зобов'язання, вартість активів під час зростання економіки підвищується на 5%, водночас як в періоди рецесії – тільки на 4%. Окрім того, в періоди зростання економіки вартість компаній на 23% вище. По-друге, витрати неоптимальної «поведінки» компаній при відхиленні від оптимального леверіджу неоднакові для різних фаз макроекономічного циклу: так, вчені стверджують, що в періоди рецесій вони підвищуються. Окрім того, оптимальний леверідж не слід прирівнювати один до одного: таким чином, вчені ведуть дискусію із результатами, отриманими А. Леві [129].

Проте, ряд досліджень спростовує проциклічну зміна леверіджу. Так, розглянемо результати моделі, запропонованої А. Леві і К. Хеннессі [130]. Однією із її умов є розгляд двох типів фірм: більш фінансово обмежених («more financing constraints») і менш схильних до фінансових ризиків («less stringent financing constraints»). Для компаній другого типу середнє значення

леверіджу на 14,3% вище в періоди спаду економіки, ніж зростання. Отже, леверідж компаній другого типу є контрциклічним. Навпаки, леверідж компаній першого типу менше схильний до подібних коливань і не залежить від циклічності. Окрім того, компанії другого типу в періоди зростання економіки випускають менше боргових зобов'язань, водночас як першого – більше. Очевидно, що в періоди спаду боргове навантаження зростає, водночас як в періоди зростання в цілому залишається стабільним або має тенденцію до зниження. Показник боргового навантаження до активів розраховувався як відношення суми кредитів компаній за балансовими оцінками до суми кредитів та ринкової вартості власного капіталу. З огляду на ту обставину, що в періоди криз ринкова вартість власного капіталу має тенденцію до зниження, цілком логічним є зростання показника в періоди рецесій. Навпаки, в періоди економічних підйомів фондовий ринок, як правило, зростає, і значення показника залишається стабільним або має тенденцію до зниження.

Результати, отримані А. Леві, підтверджуються в ряді досліджень. Так, наприклад, в роботі Х. Чо [131, с. 23] наводяться дані про те, що в періоди зростання прибутковості фондового ринку частота публічної пропозиції звичайних акцій по відношенню до облігацій зростає. Окрім того, контрциклічність встановлена і в дослідженні М. Халлінг, Ю. Джіна і Д. Зечнера [132], за результатами якого зроблено наступні висновки:

1. При зміні макроекономічних умов економіки на формування структури капіталу компаній впливають такі внутрішні детермінанти леверіджу як рентабельність (негативний вплив) і капітальні витрати (CAPEX, позитивний вплив), причому з більш сильним впливом чинників в періоди рецесій.

2. Контрциклічність леверіджу з макроекономічними циклами спостерігається як за ринковими, так і за балансовими оцінками. Так, щодо середньої, цільовий рівень боргового навантаження на 20 п.п. вище в періоди рецесій, ніж в періоди зростання економіки. Тим, не менше, зазначається, що зроблені висновки є обґрунтованими не для всіх країн: у країнах з прецедентним правом (common law countries, до них відносяться США, Канада, Австралія та ін.), Поряд з країнами, де однаково захищені права як акціонера, так і кредитора, дослідники знаходять проциклічну зміну леверіджу.

Іншим аспектом, пов'язаним із впливом макроекономічних умов на боргове навантаження компаній, є швидкість пристосування фірм до своєї оптимальної структури капіталу. У дослідженні Г. Рубіо [133] залежно від методики розрахунку вона становить від 20 до 24,9% у рік. Отже, для іспанських компаній процес адаптації до оптимальної структури капіталу займає в середньому від чотирьох до п'яти років. Однак при вивченні впливу макроекономічних параметрів на швидкість такого пристосування вченими не було отримано позитивних результатів [137, с. 20]. Подібні висновки були отримані і в

дослідженні М. Халлінга [134]: швидкість адаптації поточної структури капіталу до цільової набагато вище в періоди зростання економіки, ніж спаду. Так, в періоди підйому вона становить 20% на рік, а рецесії – всього 5%.

Подібні результати також знаходимо у працях Д. Кука [135], В. Дробеца [136, с. 5], Д. Хакбарта [137]. Зокрема, в роботі В. Дробеца зазначається, що великі фірми, які зростають більш високими темпами, а також фірми, у яких відхилення від цільової структури капіталу є більшим, орієнтуються до пристосування своєї структури капіталу до оптимальної. Окрім того, в періоди більш високої відносної оцінки вартості компанії ймовірність оптимізації структури капіталу є нижчою.

Дещо інший підхід пропонує О. Камара [138], який поділяє компанії США на транснаціональні (multinational companies, MNC) і внутрішні, що діють лише на ринку США (domestic companies, DC). Дослідником робиться висновок, що макроекономічні умови діяльності істотно впливають на динаміку структури капіталу, проте цей вплив є відмінним для двох типів компаній: перші істотно швидше адаптують свій леверідж до цільового рівня. Така обставина пояснюється можливістю швидкого виходу на міжнародні ринки капіталу, що дозволяє залучати позикові кошти на більш вигідних умовах.

Ще одним цікавим питанням залишається, як пов'язані між собою стадії макроекономічного циклу і залучення фінансування за допомогою окремих фінансових інструментів. Відповідь на це

питання знаходимо в дослідженні Б. Джуліо, В. Кіма і М. Вейсбаха [139]. На основі аналізу 14 867 випусків боргу компаніями США за період із 1971 до 2004 роки вчені резюмують, що серед боргових інструментів в періоди низького економічного зростання найчастіше випускаються конвертовані облігації (11,7% від загального випуску цінних паперів), водночас як в періоди високого зросту (понад 3,5% на рік) з їх допомогою залучається тільки 7,7%. Короткостроковий борг займає 9% в періоди високого економічного зростання і 22,2% в періоди низького. Цікаво також проаналізувати якість випущених облігацій. Характерною є наступна закономірність: чим вище темп зростання економіки, тим нижча частка облігацій із присвоєним рейтингом, *investment grade bonds*. Так, частка цих цінних паперів в періоди високого зросту економіки становить всього 44,1%, водночас як в періоди низького зростання 68,9%. Окрім того, дослідники встановили таку закономірність: обсяг залучених коштів за допомогою низькорейтингових облігацій і облігацій без рейтингу істотно знижується в періоди криз, водночас як той же обсяг за високорейтинговим облігаціями залишається стабільним.

Слід зазначити, що публікації вітчизняних дослідників із фінансового менеджменту, і, зокрема, щодо питання формування оптимальної структури капіталу підприємств, є нечисленними. Якщо аналізувати окремі дослідження, то значно меншими є величини тестованих в роботах вибірок: якщо в західних

дослідженнях можуть аналізуватися десятки тисяч компаній, то у вітчизняній практиці зазвичай всього кілька сотень, що позначається на емпіричній значимості отриманих результатів. Також однією із особливостей є чіткий поділ робіт на теоретичні та прикладні: перші, як правило, представляють огляд західних теорій без висунення гіпотез та їх емпіричної перевірки, другі – чисто експериментальні роботи, які передбачають отримання результатів по множинній регресії. Безумовно, в цілому коло розглянутих проблем по структурі капіталу більш вузький порівняно з США і країнами ЄС. Зазначимо, що дослідження з фінансового менеджменту в нашій країні знаходяться ще в зародковому стані, проте, ряд вчених досить докладно тестують особливості формування структури капіталу українських господарюючих структур. Наукові розробки вітчизняних науковців нами будуть розглянутими у наступних розділах монографії.

Отже, зарубіжні дослідники довели зниження процентної ставки за позиковими коштами при їх залученні на більш пізніх стадіях життєвого циклу. При цьому аргументація вчених щодо величини зниження є різною, проте основною причиною слід вважати створення репутації компанії шляхом залучення та своєчасного погашення кредитів і нарахованих відсотків, а також накопичення в процесі своєї діяльності заставного майна. Приймаючи рівень ставки з податку на прибуток в якості константи, отримаємо, що на стадіях росту та зрілості процентна

ставка по кредитах є мінімальною, а «податковий щит» мінімальний у відносному вираженні. Однак, беручи до уваги і той факт, що на стадії росту виявлена більш висока рентабельність і обсяг діяльності компаній більше в кілька разів, в абсолютному вираженні економія від «податкового щита» на даній стадії життєвого циклу повинна бути вищою.

Виявлено в більшості досліджень, що зміна боргового навантаження підприємств протягом життєвого циклу відповідно до теорії ієрархії має такий вигляд: («високий - низький - високий борг»). Однак, до кінця не уточнено механізм прийняття рішень компаніями зі зміни леверіджу протягом життєвого циклу. Так, на теоретичному рівні згідно роботі А. Езеохі і Ф. Ботха можливо виділити лише аргументи як на користь збільшення, так і зниження боргового навантаження. В емпіричних роботах, за побудованими рівняннями регресії можливо зробити висновок, що залежність між віком і леверіджем компаній в більшості робіт є негативною. Якщо ж взяти до уваги і й ті наукові праці, які відокремлено розглядають стадії життєвого циклу, то в більшості з них також виявлена негативна залежність: по мірі просування до стадій росту і зрілості боргове навантаження компаній знижується. Отже, можна зробити висновок про те, що патерн поведінки леверіджу відповідно до теорії ієрархії підтримується в більшості робіт. Альтернативні варіанти залежності між леверіджем і стадіями життєвого циклу, по суті, є «варіаціями» теорії ієрархії.

Результати аналізу досліджень щодо зв'язку між макроекономічними циклами і леверіджем показує, що можна чітко виділити дві групи досліджень: в перших виявлено проциклічну зміну боргового навантаження (тобто зростання леверіджу в періоди макроекономічних підйомів), в інших – контрциклічну. Очевидно, що в переважній більшості досліджень виявлено проциклічна зміна леверіджу компаніями, що свідчить про більш високі ризики компаній в періоди рецесій, а також вигоди від використання боргу вище в періоди підйомів економіки. Отже, вигідніше залучати боргові джерела на стадіях макроекономічних підйомів, що і виявлено в більшості досліджень. Водночас, введення або існування законодавчих обмежень призводить до зменшення боргового навантаження підприємств, а очевидна, на перший погляд, пряма кореляція між леверіджем компаній і ступенем розвиненості банківської системи не підтверджується, що свідчить про існування альтернатив залучення коштів на фондових площадках.

Узагальнюючи вищезазначене можна зробити висновок про те, що зарубіжні дослідники довели зниження процентної ставки за позиковими коштами при їх залученні на більш пізніх стадіях життєвого циклу. При цьому аргументація вчених щодо величини зниження є різною, проте основною причиною слід вважати створення репутації компанії шляхом залучення та своєчасного погашення кредитів і нарахованих відсотків, а також накопичення в процесі своєї діяльності заставного майна.

Приймаючи рівень ставки з податку на прибуток в якості константи, отримаємо, що на стадіях росту та зрілості процентна ставка по кредитах є мінімальною, а «податковий щит» мінімальний у відносному вираженні. Однак, беручи до уваги і той факт, що на стадії росту виявлена більш висока рентабельність і обсяг діяльності компаній більше в кілька разів, в абсолютному вираженні економія від «податкового щита» на даній стадії життєвого циклу повинна бути вищою.

Виявлено в більшості досліджень, що зміна боргового навантаження підприємств протягом життєвого циклу відповідно до теорії ієрархії має такий вигляд: («високий - низький - високий борг»). Однак, до кінця не уточнено механізм прийняття рішень компаніями зі зміни леверіджу протягом життєвого циклу. Так, на теоретичному рівні згідно роботі А. Езехі і Ф. Ботха можливо виділити лише аргументи як на користь збільшення, так і зниження боргового навантаження. В емпіричних роботах, за побудованими рівняннями регресії можливо зробити висновок, що залежність між віком і леверіджем компаній в більшості робіт є негативною. Якщо ж взяти до уваги і ті наукові праці, які відокремлено розглядають стадії життєвого циклу, то в більшості з них також виявлена негативна залежність: по мірі просування до стадій росту і зрілості боргове навантаження компаній знижується. Отже, можна зробити висновок про те, що патерн поведінки леверіджу відповідно до теорії ієрархії підтримується в більшості робіт. Альтернативні варіанти залежності між

леверіджем і стадіями життєвого циклу, по суті, є «варіаціями» теорії ієрархії.

Результати аналізу досліджень щодо зв'язку між макроекономічними циклами і леверіджем показує, що можна чітко виділити дві групи досліджень: в перших виявлено проциклічну зміну боргового навантаження (тобто зростання леверіджу в періоди макроекономічних підйомів), в інших – контрциклічну. Очевидно, що в переважній більшості досліджень виявлено проциклічна зміна леверіджу компаніями, що свідчить про більш високі ризики компаній в періоди рецесій, а також вигоди від використання боргу вище в періоди підйомів економіки. Отже, вигідніше залучати боргові джерела на стадіях макроекономічних підйомів, що і виявлено в більшості досліджень. Водночас, введення або існування законодавчих обмежень призводить до зменшення боргового навантаження підприємств, а очевидна, на перший погляд, пряма кореляція між леверіджем компаній і ступенем розвиненості банківської системи не підтверджується, що свідчить про існування альтернатив залучення коштів на фондових площадках.

РОЗДІЛ 3

ОЦІНКА ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ КАПІТАЛУ МОЛОКОПЕРЕРОБНИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ

3.1. Аналіз джерел формування та рівня використання капіталу молокопереробних підприємств

Молокопереробна галузь Київської області представлена неоднорідною сукупністю виробників, що займають різні конкурентні позиції. Концентрація у молочній галузі України досить висока (більше 50%). Найбільшим дев'яти компаніям-виробникам галузі належать 53% ринку. Найбільші з них – «Юнімілк», 8,7% (ТМ «Простоквашино», «Біо Баланс», «Тема»,

«Літній День», «ПЕТМОЛ»), «Мілкіленд» – 7,4% (ТМ «Добряна», «Коляда», «Роменська»), «Вімм-Білл-Данн Україна» – 5,9% (ТМ «Диво», «Веселий молочник», «Нео», сирки «Рудий Ап», йогурт «Фругурт», «Слов'яночка», «Ромол»). У Данії близько 80% ринку належить одній компанії – Arla, Голландії приблизно 70% – Friesland Campina, Франції 70% ринку належить трьом великим компаніям. Дослідженням встановлено, що на регіональному ринку розвитку молокопереробних підприємств характерним є зростання і укрупнення існуючих холдингів і компаній, які будуть об'єднуватися за територіальною ознакою виходячи з міркувань розвитку дистрибуції або забезпечення сировинної бази.

Об'єктом дослідження є виробничо-фінансова діяльність молокопереробних підприємств Київської області, зокрема, ПАТ «Яготинський маслозавод», ПАТ «Кагма», ПРАТ «Обухівський молочний завод», ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», ПрАТ «ЖЛК-Україна». Одним із складових виробничого потенціалу підприємства є фінансові ресурси, раціональне формування оптимального складу та структури його джерел та ефективне використання вимагає використання науковообґрунтованих принципів та методів управління. Обов'язковим етапом у цьому процесі є визначення ефективності використання капіталу, яке повинно проводитися в тісному взаємозв'язку з діагностикою господарських показників діяльності підприємства.

В сучасних умовах структура капіталу є тим фактором, який здійснює безпосередній вплив на фінансовий стан підприємства –

його платоспроможність та ліквідність, розмір доходу, рентабельність діяльності. Капітал є основою діяльності кожного підприємства, тому своєчасний і повний аналіз його дозволяє отримати нові характеристики об'єкта і застосувати обґрунтоване управлінське рішення, що веде до досягнення мети діяльності підприємства.

Аналіз капіталу підприємства передбачає визначення оцінки складу ресурсів та їх структури, зміни складових капіталу і джерел формування.

За результатами аналізу майнового стану молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр. (рис. 3.1, дод. В) встановлено, що всі досліджувані підприємства мають високу частку основних засобів в необоротних активах, що свідчить про орієнтацію кожного з них на створення матеріальних умов для розширення їх основної діяльності. Попри це, негативною тенденцією є те, що більше половини з них є морально та фізично зношеними, про що свідчить коефіцієнт зносу основних засобів більше 50% та подальше його зростання в динаміці. Найбільш зношеною матеріально-технічною базою серед досліджуваних молокопереробних підприємств Київської області володіє ПАТ «Кагма» (коефіцієнт зносу основних засобів зріс з 0,67 до 0,73 в.п.). Не досягає 50% зношеності лише показник ПАТ «Яготинський маслозавод», у якого коефіцієнт зносу основних засобів за досліджуваний період коливається в межах 0,36-0,45.

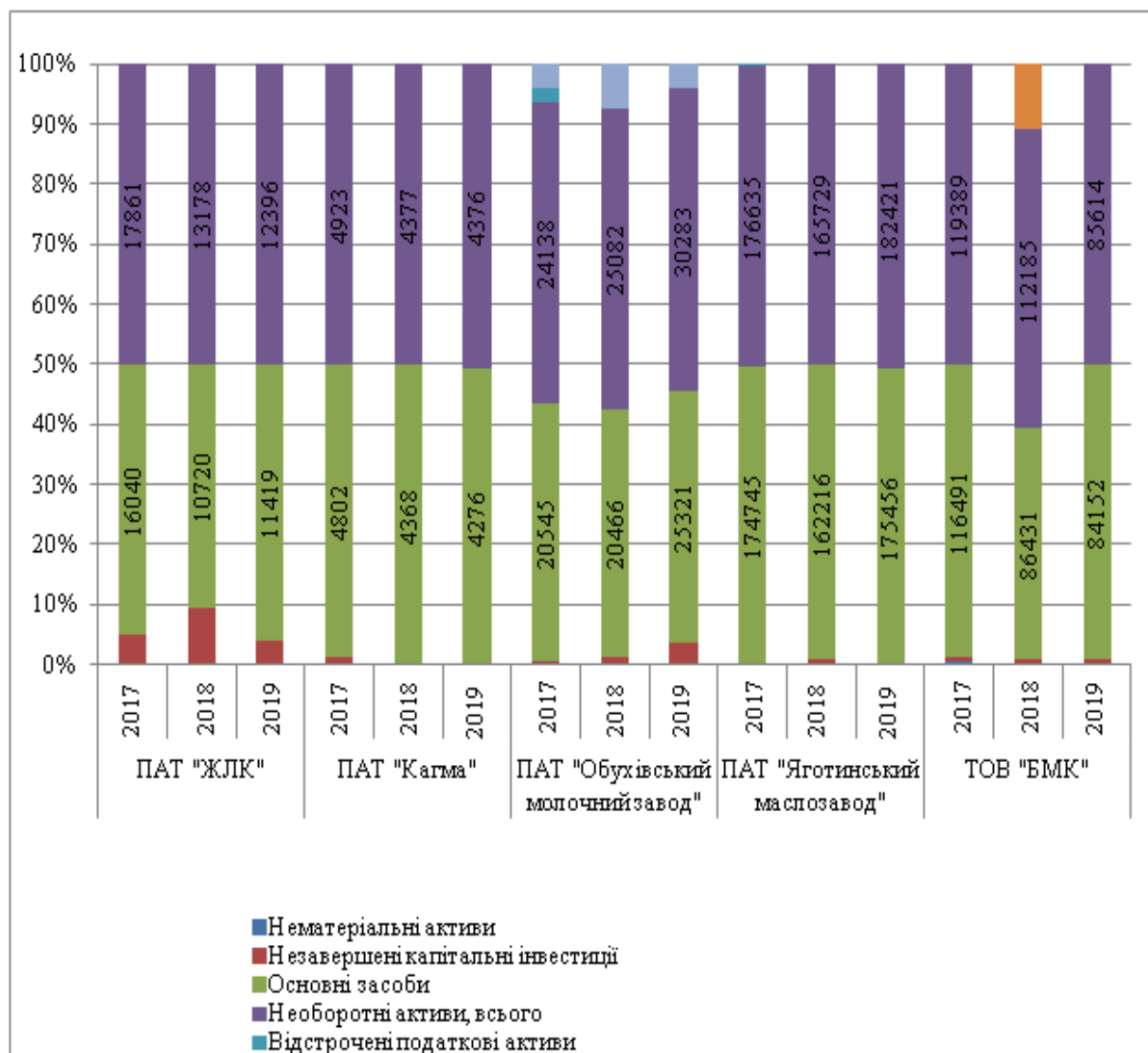


Рис. 3.1. Структура необоротних активів молокопереробних підприємств Київської області у 2017-2019 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Зазначимо, що коефіцієнт мобільності всіх досліджуваних підприємств за 2017-2019 рр. зростає, що з однієї сторони свідчить про формування більш мобільної структури активів та сприяє прискоренню оборотності коштів підприємств, а з іншої – для більшості заводів характеризує вилучення частини оборотних активів на кредитування споживачів готової продукції та інших дебіторів, що засвідчує фактичну мобілізацію цієї частини

оборотних засобів із виробничого процесу, оскільки більшу частину оборотного капіталу цих підприємств становить дебіторська заборгованість (рис. 3.2).

Формування і ефективне використання оборотних активів підприємств набуває все більшого значення і вимагає врахування дії основних чинників, що впливають на фінансування та функціонування оборотних коштів, що є, по суті, стрижневим елементом управління ними. Проведення аналізу оборотних активів дозволяє, з одного боку, визначити стабільність окремих джерел формування оборотних активів з точки зору можливості їх використання в майбутньому, з іншого – виявити, на фінансування яких операцій витрачені кошти, чи є це використання доцільним та чи збережеться в майбутньому структура використання коштів, що склалася.

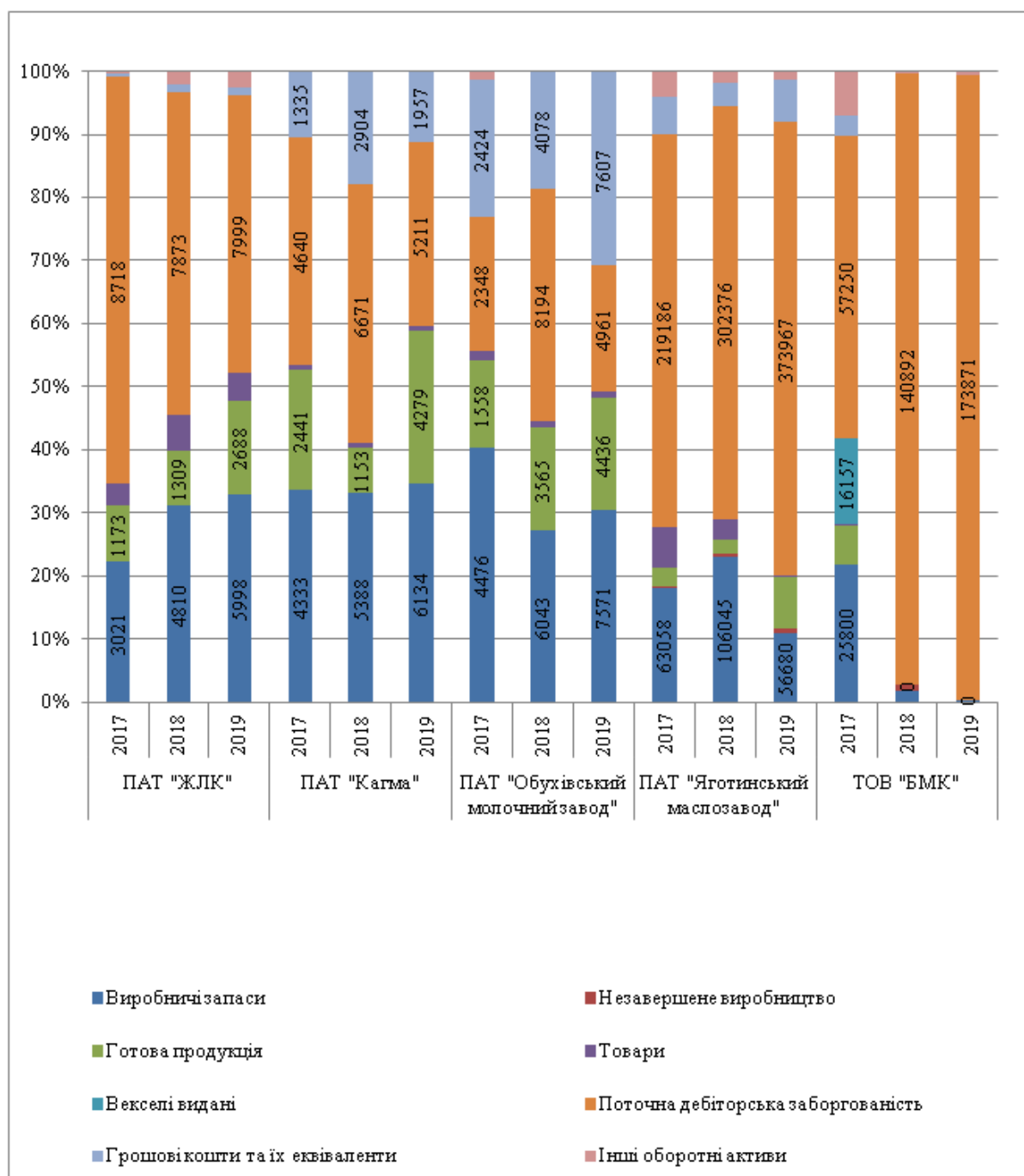


Рис. 3.2. Структура оборотних активів молокопереробних підприємств Київської області у 2017-2019 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Важливе значення для аналізу процесу формування оборотних коштів підприємств має вивчення їх стану та структури, а також дослідження власних ресурсів як джерела їх

фінансування. Структура оборотних активів відображає фінансовий стан підприємства на звітну дату і свідчить про рівень комерційної та фінансово-економічної роботи.

Відмітимо, що для ПАТ «Кагма» частка дебіторської заборгованості в загальних оборотних активах у 2017-2019 рр. знаходилася в межах близько 29-41%, ПАТ «Обухівський молочний завод» – 19-37%, ПАТ «Яготинський маслозавод» – 48-71%, ПАТ «ЖЛК-Україна» – 42-64%, ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» – 55-99% (табл. 3.1).

У структурі оборотних активів за сферою їх розміщення у сфері виробництва переважають лише на ПАТ «Кагма» (53,53-59,5%), на ПАТ «Обухівський молочний завод» та ПАТ «ЖЛК-Україна» вони становлять 55,72-49,26% та 34,73-50,81% оборотного капіталу відповідно, ПАТ «Яготинський маслозавод» має близько третини оборотного капіталу, задіяного у сфері виробництва (27,54-19,98%). Решта оборотних активів підприємств задіяні у сфері обігу. Так, у ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» їх частка досягає 99,11% у 2019 р., що пов'язано з переважанням дебіторської заборгованості в структурі оборотного капіталу підприємства.

Таблиця 3.1

Динаміка складу, структури оборотних активів ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод» за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	Абсолют не відхилен ня, +, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	Абсолютн е відхиленн я, +, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	Абсолют не відхилен ня, +, -
За сферою розміщення												
оборотні активи у сфері виробництва	6 887	6 660	10 547	3 660	6 201	9 833	12 253	6 052	97 109	133 603	104 155	7 046
у % до підсумку	53,53	40,99	59,50	5,97	55,72	44,43	49,26	-6,46	27,54	21,26	19,98	-7,56
оборотні активи у сфері обігу	5 975	9 575	7 168	1 193	4 772	12 272	12 568	7 796	239 558	319 831	408 671	169 113
у % до підсумку	46,44	58,93	40,44	-6,01	42,88	55,45	50,53	7,65	67,94	50,89	78,41	10,46
За формою												
оборотні активи	6 887	6 660	10 547	3 660	6 201	9 833	12 253	6 052	97 109	133 603	104 155	7 046

в матеріальній формі												
у % до підсумку	53,53	40,99	59,50	5,97	55,72	44,43	49,26	-6,46	27,54	21,26	19,98	-7,56
оборотні активи в розрахунках і матеріальній формі	5 978	9 589	7 179	1 201	4 927	12 298	12 620	7 693	255 470	329 125	416 157	160 687
у % до підсумку	46,47	59,01	40,50	-5,97	44,28	55,57	50,74	6,46	72,46	52,37	79,84	7,39
За рівнем ліквідності												
високоліквідні	1 335	2 904	1 957	622	2 424	4 078	7 607	5 183	20 372	17 455	34 704	14 332
у % до підсумку	10,38	17,87	11,04	0,66	21,78	18,43	30,58	8,80	5,78	2,78	6,66	0,88
середньоліквідні	4 640	6 671	5 211	571	2 348	8 194	4 961	2 613	219 186	302 376	373 967	154 781
у % до підсумку	36,07	41,05	29,40	-6,67	21,10	37,02	19,95	-1,15	62,17	48,11	71,75	9,58
низьколіквідні	6 887	6 660	10 547	3 660	6 201	9 833	12 253	6 052	97 109	133 603	104 155	7 046
у % до підсумку	53,53	40,99	59,50	5,97	55,72	44,43	49,26	-6,46	27,54	21,26	19,98	-7,56
Оборотні активи, всього	12 865	16 249	17 726	4 861	11 128	22 131	24 873	13 745	352 579	628 457	521 212	168 633

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

За рівнем ліквідності на ПАТ «Кагма» у 2017-2019 рр. переважали низьколіквідні активи, частка яких становила 53,53-59,50%. Схожою структурою оборотних активів за рівнем ліквідності володіє ПАТ «Обухівський молочний завод», де низьколіквідні активи займають в аналізованому періоді 55,72-49,26%. На ПАТ «ЖЛК-Україна» за рівнем ліквідності переважали середньоліквідні активи, які за 2017-2019 рр. зменшилися на 21,70%, та поступилися в структурі низьколіквідним, зростання яких за цей же період відбулося на 16,07%.

Водночас, ПАТ «Яготинський маслозавод» володіє від 62,17 до 71,75% середньоліквідних активів, частка яких в динаміці продовжує зростати. Найбільшу питому вагу середньоліквідних активів, які складають майже весь обсяг оборотного капіталу, має ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», де цей показник становить 97-99% (табл. 3.2).

В ході дослідження встановлено, що більшу частину оборотного капіталу підприємств займає дебіторська заборгованість. За даними Додатку Г коефіцієнт обертання дебіторської заборгованості досліджуваних молокопереробних підприємств Київської області мав переважно позитивну динаміку. Так у ПАТ «Кагма» він збільшився на 0,06, ПАТ «Яготинський маслозавод» – на 0,07, ПАТ «ЖЛК-Україна» – на 2,75. У ПАТ «Обухівський молочний завод» спостерігається зменшення коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості на 11,81, що пояснюється випереджуючим

зростанням середньорічної величини дебіторської заборгованості порівняно зі зростанням чистого доходу від реалізації продукції. Як наслідок на ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» швидкість обертання дебіторської заборгованості дуже знизилася, і в 2019 році коефіцієнт її оборотності становить 0,35, а період оборотності сягає близько 1022 днів.

Досить великою часткою дебіторської заборгованості у майні характеризуються ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» (питома вага зросла за 2017-2019 рр. на 40,90% і в останньому році становить 66,60% від вартості майна) та ПАТ «Яготинський маслозавод» (53,15% у 2019 р.) (рис. 3.3). Дебіторська заборгованість займає третину майна ПАТ «Кагма» та ПАТ «ЖЛК-Україна». Найменшу питому вагу дебіторської заборгованості в майні має ПАТ «Обухівський молочний завод» (6,66-8,99%).

Одним із методів управління дебіторською заборгованістю, яким користуються на більшості молокопереробних підприємств є коефіцієнти інкасації. Зазначимо, що ПАТ «Яготинський маслозавод» у зв'язку із зміною структури та збільшенням обсягу дебіторської заборгованості, почали використовувати у своїй практиці і якісний аналіз оцінки дебіторів. Щодо факторингу, то використання даного методу при управлінні дебіторською заборгованістю несе за собою високий ризик (обсяг операцій в Україні малий, а відсоток за факторинговий кредит - високий),

тому і не набув масового використання на молокозаводах та й взагалі по Україні в цілому.

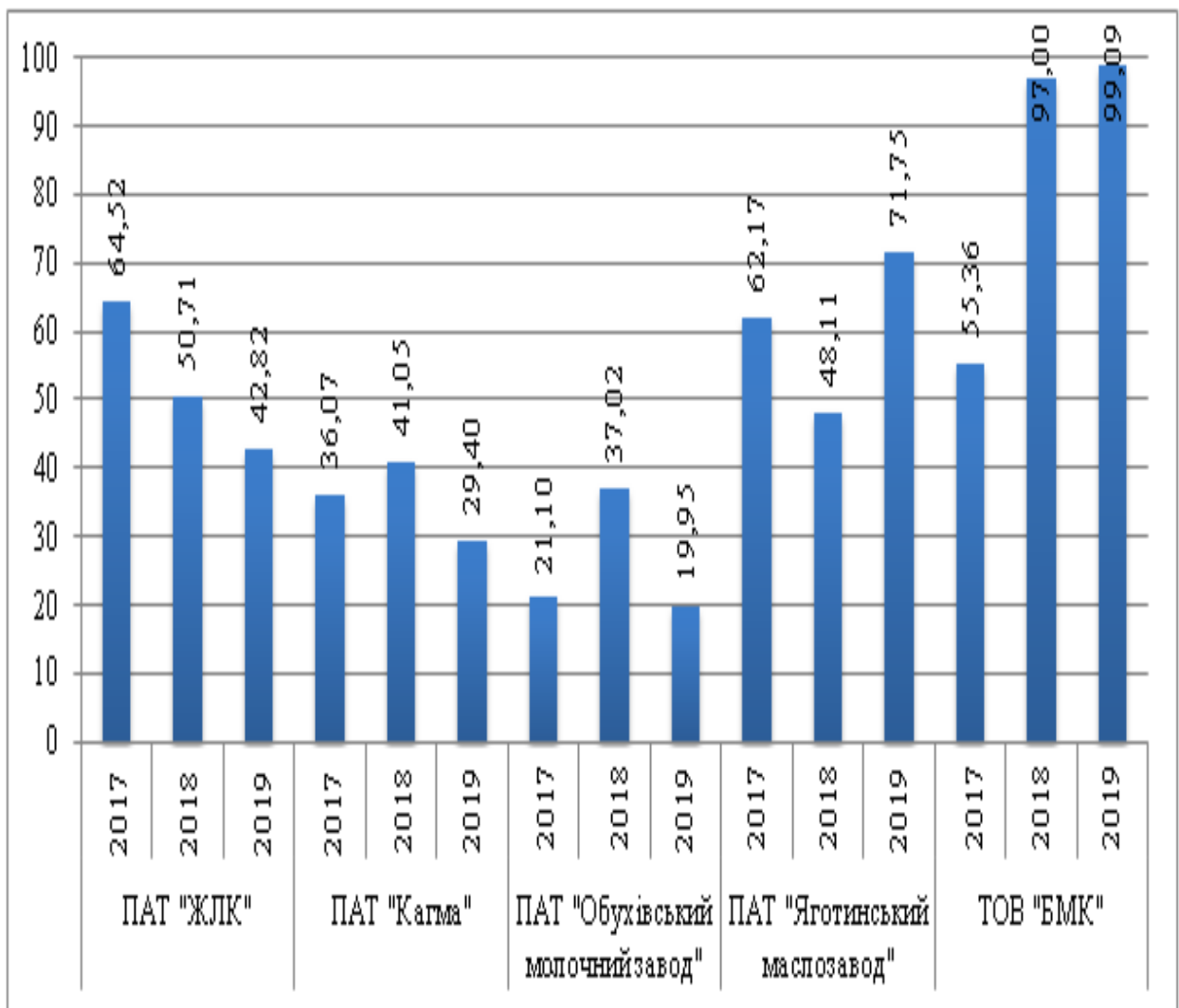
Таблиця 3.2

**Динаміка складу, структури оборотних активів ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ
«Білоцерківський молочний комбінат» за 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «ЖЛК-Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	Абсолютне відхилення, +, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	Абсолютне відхилення, +, -
За сферою розміщення								
оборотні активи у сфері виробництва	4 693	7 023	9 491	4 798	33 416	3 962	546	-32 870
у % до підсумку	34,73	45,23	50,81	16,07	32,31	2,73	0,31	-32,00
оборотні активи у сфері обігу	8 761	8 055	8 214	-547	60 864	140 899	173 892	113 028
у % до підсумку	64,84	51,88	43,97	-20,87	58,86	97,00	99,11	40,25
За формою								
оборотні активи в матеріальній формі	4 693	7 023	9 491	4 798	33 416	3 962	546	-32 870
у % до підсумку	34,73	45,23	50,81	16,07	32,31	2,73	0,31	-32,00

оборотні активи в розрахунках і матеріальній формі	8 819	8 503	8 920	101	69 993	141276	174914	104 921
у % до підсумку	65,27	54,77	47,75	-17,52	67,69	97,26	99,69	32,00
За рівнем ліквідності								
високоліквідні	43	182	215	172	3 614	7	21	-3 593
у % до підсумку	0,32	1,17	1,15	0,83	3,49	0,00	0,01	-3,48
середньоліквідні	8 718	7 873	7 999	-719	57 750	140 892	173 871	116 121
у % до підсумку	64,52	50,71	42,82	-21,70	55,85	97,00	99,09	43,25
низьколіквідні	4 693	7 023	9 491	4 798	33 416	3 962	546	-32 870
у % до підсумку	34,73	45,23	50,81	16,07	32,31	2,73	0,31	-32,00
Оборотні активи, всього	13512	15526	18 681	5 169	103409	145252	175460	72 051

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.



**Рис. 3.3. Динаміка дебіторської заборгованості
молокопереробних підприємств Київської області за 2017-
2019 рр.**

Джерело: побудовано автором за даними фінансової звітності підприємств.

Водночас, досліджувані молокопереробні підприємства не визначають критерій оптимальності щодо встановлення необхідної величини партії сировини і матеріалів, що постачаються. Сьогодні майже всі підприємства, як свідчать дані опитування, встановлюють розмір замовлення, виходячи із плану виробництва. Така методика є не ефективною, оскільки, зумовлює сповільнення

темтів виробництва та не сприяє мінімізації поточних витрат на обслуговування запасів. В економічній теорії розрахунок оптимального розміру партії постачання, при якому мінімізуються сукупні поточні витрати з обслуговування запасів, здійснюються за допомогою моделі Уілсона або основної моделі управління запасами, яка не використовується досліджуваними підприємствами, хоча досвід інших суб'єктів господарювання показав її ефективність, оскільки спрощується облік і відображення динаміки запасів, які знаходяться на складі.

Аналіз дебіторської заборгованості підприємства прийнято проводити у комплексі з кредиторською. Вона є одним із джерел залучення активів в оборот підприємства та виникає у зв'язку з тим, що у процесі діяльності підприємства не завжди здійснюють розрахунки з юридичними і фізичними особами одночасно з відчуженням майна, виконанням робіт, наданням послуг, що призводить до виникнення певних зобов'язань перед постачальниками та іншими контрагентами господарських відносин. Кредиторська заборгованість, що при цьому виникає, є різновидом комерційного кредиту, який виступає важливим фактором стабілізації фінансового стану підприємства.

Результати аналізу кредиторської заборгованості (дод. Д) свідчать, що у ПАТ «Кагма» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» коефіцієнт обертання кредиторської заборгованості зменшився на 6,79 та 2,13 відповідно, що призвело до збільшення тривалості одного обороту на 5 та 442 дні. Така динаміка у ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» пояснюється тим, що за

різкого зменшення обсягів реалізації та зниження собівартості продукції на 87% з 2017 по 2019 рік середньорічна величина кредиторської заборгованості зросла на 63%. У решти молокопереробних підприємств спостерігається незначне підвищення коефіцієнтів обертання кредиторської заборгованості. Так, у ПАТ «Обухівський молочний завод», у якого цей показник є найвищим з усіх досліджуваних підприємств протягом аналізованого періоду, він збільшився на 11,93, у ПАТ «Яготинський маслозавод» - на 2,37, у ПАТ «ЖЛК-Україна» - на 1,92.

Зазначимо, що кредиторська заборгованість займає досить вагому частку в капіталі трьох з досліджуваних підприємств, хоча в динаміці вона має тенденцію до зниження. В цілому це негативно характеризує діяльність підприємств і свідчить про напруженість їх фінансових станів та платіжних зобов'язань. Показник відношення кредиторської заборгованості до оборотних активів у ПАТ «Кагма» і ПАТ «Обухівський молочний завод» протягом 2017-2019 рр. залишаються на суттєво нижчому рівні ніж у решти підприємств, що свідчить про утримування здатності своєчасно виконувати зобов'язання перед своїми кредиторами.

Показник, що показує скільки припадає кредиторської заборгованості на 1 грн дебіторської не відповідає нормативному значенню у жодного з підприємств у результаті випереджаючого зростання середньорічної величини дебіторської заборгованості порівняно з кредиторською.

Зазначимо, що наявність та ефективність використання

оборотного капіталу впливають на ліквідність та платоспроможність підприємства. За даними таблиці 3.3 встановлено, що рівень покриття поточних зобов'язань високоліквідними оборотними активами є достатнім лише у ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод», оскільки коефіцієнт абсолютної ліквідності перевищує нормативне значення, а в останнього на кінець 2019 р. зростає на 0,86 в.п. Решта досліджуваних підприємств майже не володіють миттєвою платоспроможністю, мають мізерну частку абсолютно ліквідних активів у складі оборотного капіталу. В умовах інфляції політика зменшення частки грошових коштів в активах виправдана, оскільки вони знецінюються в першу чергу.

ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» мають низький коефіцієнт швидкої ліквідності (0,24 та 0,47 в.п. у 2019 р.), що свідчить про недостатню потенційну платоспроможність підприємств із урахуванням майбутніх надходжень від дебіторів. У решти підприємств цей показник перевищує нормативне значення (0,7-0,8) у два і більше рази. Необхідно робити поправку на якість дебіторської заборгованості, оскільки значна частка сумнівної дебіторської заборгованості може створити загрозу платоспроможності підприємств.

Показник швидкої ліквідності ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод» суттєво перевищують нормативні значення (в середньому до 5,00), що свідчить про високий рівень і позитивну динаміку розрахункової та майнової

платоспроможності підприємства. ПАТ «Яготинський маслозавод» характеризується показником швидкої ліквідності, що знаходиться в нормативних для нього межах (досягає 2,00 у 2019 р.). Наявність оборотних активів

Таблиця 3.3

**Показники ліквідності та платоспроможності молокопереробних підприємств Київської області
за 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.
Коефіцієнт поточної ліквідності (покриття)	5,08	5,52	4,78	- 0,30	2,60	4,91	4,68	2,08	1,27	2,84	2,00	0,73	0,56	0,48	0,48	-0,08	0,22	0,21	0,47	0,24
Коефіцієнт швидкої ліквідності	2,36	3,26	1,94	- 0,43	1,15	2,73	2,37	1,22	0,92	2,23	1,60	0,68	0,37	0,26	0,24	-0,13	0,15	0,21	0,47	0,32
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,53	0,99	0,53	0,00	0,57	0,90	1,43	0,86	0,07	0,08	0,13	0,06	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,01
Кофіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованостей	2,02	2,66	1,45	- 0,57	0,83	2,26	1,52	0,69	0,85	1,52	1,51	0,66	0,51	0,81	0,68	0,17	0,13	0,30	0,35	0,22

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності підприємств.

ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» не можна вважати достатньою для погашення короткостро-кових зобов'язань, оскільки показники покриття цих підприємств змінюються з 0,56 до 0,48 та з 0,22 до 0,47 відповідно.

Високий показник співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованостей ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод», зважаючи на поточну платоспроможність, вказує на актуальність питання покращення стану їх розрахунково-платіжної дисципліни. Показник співвідношення заборгованостей ПАТ «Яготинський маслозавод» знаходиться в оптимальних межах (0,85-1,51), що свідчить про приблизну рівновагу між сумами та динамікою дебіторської та кредиторською заборгованостями, що є ознакою ефективних платіжно-розрахункових відносин. У ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» на 1 грн кредиторської заборгованості припадає за досліджуваний період 0,51-0,68 грн та 0,13-0,35 грн дебіторської заборгованості відповідно, що характеризує залучення підприємствами у господарську діяльність коштів юридичних та фізичних осіб, що спричиняє напруженість їх платіжних зобов'язань.

Досягнення оптимальних значень показників ліквідності та поточної платоспроможності підприємства забезпечується за умови налагодження системи контролю за вхідними та вихідними грошовими потоками. При виборі методу управління грошовими коштами керівники молокопереробних підприємств одностайні в доцільності використання цього методу бюджетування, це дає

можливість спланувати величину коштів у майбутньому, і, як наслідок, формувати ліквідність та поточну платоспроможність. Враховуючи специфіку діяльності молокопереробних підприємств, можна виділити наступні напрями вдосконалення управління грошовими коштами, а саме: раціоналізація системи обліку і підвищення обґрунтованості прогнозування грошових потоків; оптимізація необхідного резерву абсолютно ліквідних коштів; забезпечення ефективності використання вільних грошових коштів.

Щодо таких методів управління як: нормування за прямим розрахунком, метод АВС, екстраполяція, модель Міллера-Орра, модель Баумоля, то досліджуваними підприємствами вони не використовуються. Така ситуація зумовлена тим, що у керівництва сформований стереотип про теоретичність і складність у використанні цих методик, а як наслідок – недовіра до їх доцільності..

Фінансовою основою діяльності підприємства є сформований ним власний капітал. Він є початковою та безстроковою основою фінансування діяльності підприємства, а також джерелом погашення його збитків, одним з найвагоміших показників, що використовується при оцінці фінансового стану підприємства, оскільки показує: з одного боку, ступінь фінансової самостійності підприємства; з іншого – ступінь кредитоспроможності підприємства.

Рівень забезпечення діяльності досліджуваних молокопереробних підприємств власним та позиченим капіталом відображає рис. 3.4.

За результатами розрахунків встановлено, що лише у двох досліджуваних підприємств – ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод» більше 80% у структурі капіталу займають власні джерела фінансування. Частка власного капіталу ПАТ «Яготинський маслозавод» - близько 30%, ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» за 2018-2019 рр. мають від’ємне значення власного капіталу наслідок наявності непокритого збитку.

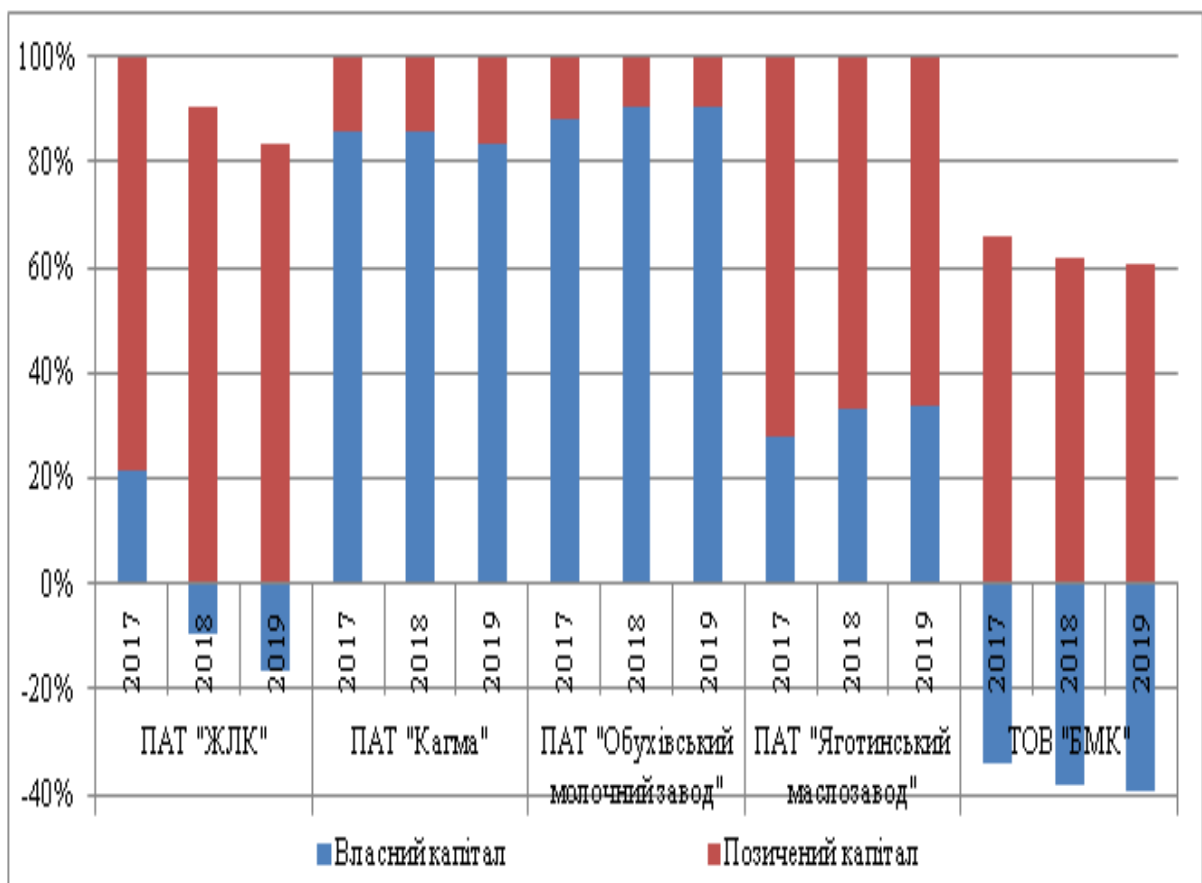


Рис. 3.4. Структура капіталу молокопереробних підприємств Київської області у 2017-2019 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Фінансові результати діяльності підприємства в динаміці повинні характеризуватися приростом суми власного капіталу

(чистих активів), основним джерелом якого є прибуток від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Прибуток - це частина чистого доходу, який безпосередньо одержують підприємства після реалізації продукції як винагороду за вкладений капітал і ризик підприємницької діяльності. Обсяг прибутку, рівень рентабельності залежать від виробничої, постачальницької, маркетингової, збутової, інвестиційної і фінансової діяльності підприємства.

Основними завданнями аналізу фінансових результатів діяльності є: вивчення можливостей одержання прибутку відповідно до наявного ресурсного потенціалу підприємства і кон'юнктури ринку; систематичний контроль за процесом формування прибутку і зміною його динаміки; визначення впливу як зовнішніх, так і внутрішніх факторів на фінансові результати й оцінювання якості прибутку; виявлення резервів збільшення суми прибутку і підвищення рівня прибутковості бізнесу; оцінювання роботи підприємства з використання можливостей збільшення прибутку і рентабельності; розробка рекомендацій з підвищення ефективності системи управління прибутком.

Показники прибутковості та ефективності господарської діяльності всіх досліджуваних молокопереробних підприємств переважно мають негативну динаміку, що пояснюється випереджаючим зростанням витрат порівняно зі зменшенням фінансових результатів (табл. 3.4). Зростання показників рентабельності за 2017-2019 рр. відбувається лише у ПАТ

«Яготинський маслозавод». У ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» діяльність збиткова, зумовлена великими обсягами адміністративних витрат, витрат на збут та інших операційних витрат.

Таблиця 3.4

Показники рентабельності діяльності молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК-Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Рентабельність активів за прибутком від звич. діяльності	0,14	0,15	0,04	-0,10	0,22	0,34	0,19	-0,03	0,23	0,23	0,29	0,06	-0,15	-0,41	-0,18	-0,03	-0,11	-0,04	-0,03	0,08
Рентабельність активів за чистим прибутком	0,11	0,13	0,04	-0,06	0,19	0,27	0,16	-0,04	0,05	0,10	0,18	0,14	-0,17	-0,44	-0,14	0,03	-0,77	-0,69	-0,28	0,50
Рентабельність власного капіталу	0,12	0,15	0,05	-0,07	0,22	0,29	0,17	-0,05	0,17	0,29	0,55	0,38	-0,80	3,57	0,55	1,35	-0,71	-0,42	-0,15	-0,57

Рентабельність основних засобів	0,39	0,60	0,23	-0,16	0,33	0,61	0,34	0,01	0,14	0,37	0,74	0,60	-0,33	-1,17	-0,37	-0,04	-1,48	-2,05	-0,85	0,62
Рентабельність реал. прод. за прибутком від опер. діяльності	0,03	0,04	0,01	-0,02	0,07	0,10	0,06	-0,01	0,10	0,09	0,10	0,00	-0,04	-0,11	-0,05	0,00	-0,04	-0,07	-0,13	-0,09
Рентабельність реал. продукції за чистим прибутком	0,03	0,03	0,01	-0,01	0,06	0,08	0,05	-0,01	0,02	0,04	0,06	0,04	-0,05	-0,12	-0,04	0,01	-0,29	-1,10	-1,17	-0,88
Коефіцієнт реінвестування	5,02	0,92	0,72	-4,30	1,78	0,48	-0,38	-2,16	5,54	1,00	0,22	-5,31	-0,03	0,81	1,00	1,04	0,97	1,00	0,98	0,01
Період окупності капіталу, днів	9,40	7,81	22,4	13,00	5,17	3,77	6,41	1,25	21,14	10,35	5,43	-15,72	-5,89	-2,29	-7,30	-1,41	-1,29	-1,45	-3,63	-2,34
Період окупності ВК, днів	8,06	6,69	18,64	10,58	4,54	3,41	5,80	1,26	5,86	3,42	1,82	-4,04	-1,25	0,28	1,83	3,08	1,40	2,38	6,87	5,47

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Низький рівень та постійне зниження рівня чистого прибутку призводить до відсутності сталого джерела фінансування розвитку виробництва, створення резервних фондів, задоволення матеріальних та соціальних потреб працівників підприємств, що підтверджується зниженням коефіцієнтів реінвестування більшості досліджуваних підприємств. Зазначимо, що рентабельність реалізованої продукції за операційним та чистим прибутком для ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод» залишаються на низькому рівні, що свідчить про зменшення прибутку, який залишається в розпорядженні даних підприємств після покриття собівартості продукції.

Рентабельність власного капіталу досліджуваних молокозаводів знижується за рахунок наявності в них непокритого збитку. Встановлено, що зменшення чистого прибутку (збільшення збитку) швидшими темпами ніж збільшення вартості основних засобів призводить до того, що два із досліджуваних підприємств - ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» - на кожну грошову одиницю інвестованих в основні засоби коштів отримують від 0,33-0,35 та 1,48-0,85 грн збитку. Це призводить до зростання терміну, за який власний капітал буде компенсований чистим прибутком.

З метою прийняття ефективних управлінських рішень необхідно здійснювати пошук найкращих взаємозв'язків між

набором економічних ресурсів і кількістю економічних благ, що за допомогою них створюються. За даними Додатку Е встановлено, що показники оборотності активів досліджуваних підприємств в динаміці зменшуються, лише у ПАТ «Яготинський маслозавод» спостерігається збільшення показника трансформації активів на 0,56 за 2017-2019 рр. Зменшення ресурсовіддачі підприємств призводить до зростання середнього періоду, протягом якого кошти, вкладені в діяльність підприємств, проходять усі стадії одного кругообігу. Так, період одного обороту ПАТ «Кагма» збільшився на 13,92 дні, ПАТ «Обухівський молочний завод» - на 13,80 днів, ПАТ «ЖЛК-Україна» - на 10,49 днів. ПАТ «Яготинський маслозавод» має найбільший період окупності порівняно з попередніми, але протягом 2017-2019 рр. він має тенденцію до зниження на 15,62 днів.

Найбільш низький показник оборотності оборотних активів має ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», у 2019 р. він становить 0,35, що призвело до збільшення періоду оборотності до 1032 днів. У цьому ж році коефіцієнт оборотності запасів даного підприємства зріс на 93%, що свідчить про надлишки низько ліквідних запасів, які потребують додаткового фінансування, а великий термін погашення дебіторської заборгованості характеризує збільшення обсягу кредиту, що надається підприємством, тобто зростання купівлі продукції покупцями в кредит.

Найменшою тривалістю операційного циклу

характеризується ПАТ «Обухівський молочний завод» - 66-87 днів, найбільшою - ПАТ «Яготинський маслозавод» 217-184 дні. ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» має дуже високий показник тривалості операційного циклу, що є результатом великої тривалості обороту дебіторської заборгованості, зниження якої є одним з основних внутрішньогосподарських завдань підприємства.

Отже, проаналізовані показники динаміки і структури капіталу молокопереробних підприємств дають розуміння щодо сучасних тенденцій формування капіталу. Необхідно зазначити, що на формування структури капіталу молокопереробних підприємств значно впливає: законодавча і податкова база, кон'юнктура ринку, темп реалізації молочної продукції, стан сировинного ринку, прибутковість активів та ін. Оцінка джерел формування капіталу молокопереробних підприємств України за останні роки підтвердила динаміку загальногалузевих показників, де превалюють власні кошти, довгострокові кредити банків та кредиторська заборгованість.

Проведений аналіз впливу структури джерел формування оборотного капіталу виробників молочних продуктів на показники його використання, дав можливість зробити висновок, що на ПАТ «Кагма», «Обухівський молочний завод» та ПАТ «Яготинський маслозавод» їх значення є більш раціональним за даних умов господарювання і зумовило зростання рівня рентабельності їх діяльності.

3.2. Аналіз впливу ефективності використання капіталу на

платоспроможність та фінансову стійкість молокопереробних підприємств

Платоспроможність (ліквідність) – один з основних якісних показників діяльності підприємства, що визначає його спроможність здійснювати платежі, розраховуватися з боргами в необхідному обсязі та в зазначений термін. За даними таблиці 3.5 нами було сформульовано висновок щодо характеру ліквідності балансу досліджуваних підприємств. Так, було встановлено, що ліквідність балансу ПАТ «Кагма» меншою мірою відрізняється від абсолютної, оскільки не виконується одна з умов нерівності балансу. В динаміці спостерігається зменшення важко ліквідних активів на 547 тис. грн. (11,12%). Причина невиконання першої умови нерівності $A1 \geq П1$, $A2 \geq П2$, $A3 \geq П3$, $A4 \leq П4$ для ПАТ «Кагма» полягає в недоцільності зберігання в складі активів значної частки високоліквідних активів, тобто грошових коштів і короткострокових цінних паперів, оскільки вони знецінюються у першу чергу, тому є сенс переводити їх в інші, більш захищені від впливу інфляції види активів, тобто запаси сировини, матеріалів, палива, в устаткування, нерухомість тощо.

Баланс ПАТ «Обухівський молочний завод» також можна вважати абсолютно ліквідним, оскільки виконуються одночасно усі умови, що підтверджується вищим в середньому у 1,5-2 рази темпом росту вартості активів за всіма групами порівняно з темпами росту зобов'язань. Так, за 2017-2019 рр. високоліквідні активи підприємства збільшились у 3,13 р., середньоліквідні – у 2 р., низьколіквідні – на 97,6%, важколіквідні – 25,45%. Одночасно

найбільш термінові зобов'язання зросли на 47,23%, постійні – на 60,86%.

Таблиця 3.5

**Групування активів ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод»,
ПАТ «Яготинський маслозавод» за рівнем ліквідності, 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Групування активів за рівнем ліквідності												
Високоліквідні	1335	2904	1 957	622	2 424	4 078	7 607	5 183	20 372	17455	34704	14332
Середньоліквідні	4 643	6 685	5 222	579	2 497	8 214	5 008	2 511	233691	310509	381034	147343
Низьколіквідні	6 887	6 660	10 547	3 660	6 201	9 833	12 253	6 052	97 109	133603	104155	7 046
Важколіквідні	4 923	4 377	4 376	-547	24 144	25 088	30 288	6 144	178042	166890	182840	4 798
Групування пасивів за терміновістю оплати												
Найбільш термінові	2 530	2 942	3 707	0	2 850	4 205	4 196	1 346	237686	164778	255138	17 452

Короткострокові	0	0	0	0	0	0	0	0	28 747	35 341	0	-28747
Довгострокові	0	0	0	3 137	0	0	0	0	105045	199260	207018	101973
Постійні	15 258	17 684	18 395	579	30 982	42 703	49 839	18857	146775	207520	236508	89 733
Баланс	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	'	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Абсолютно ліквідний	'	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	'

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Ліквідність балансів ПАТ «Яготинський маслозавод» та ПАТ «ЖЛК-Україна» можна вважати такою, що більшою мірою відрізняється від абсолютної, оскільки не виконується дві умови згаданої вище нерівності. При цьому у ПАТ «Яготинський маслозавод» спостерігається позитивна динаміка зростання вартості активів швидшими темпами ніж пасивів, що відповідають їм у нерівності, на відміну від ПАТ «ЖЛК-Україна», що протягом аналізованого періоду втрачає активи та пасиви за двома групами із чотирьох. Так, середньо ліквідні активи підприємства зменшились на 3,52%, важколіквідні – на 29,26%, стали відсутніми у 2019 р. короткострокові зобов’язання, а постійні – від’ємними внаслідок отримання непокритого збитку.

В ході дослідження встановлено (табл. 3.6), що для ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» не виконується жодна з умов згаданої нерівності, отже його баланс можна вважати неліквідним, а саме підприємство таким, що не має поточної та перспективної платоспроможності. Це пов’язано з різким зниженням вартості високоліквідних (на 99,41%) та низьколіквідних активів (на 98,36%), різким зростанням вартості середньоліквідних активів, більшу частину яких займає дебіторська заборгованість (у 2,6 р.), збільшення найбільш термінових зобов’язань у 2 р., різким підвищенням довгострокових зобов’язань та непокритого збитку підприємства.

Таблиця 3.6

Групування активів ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» за рівнем ліквідності, 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «ЖЛК-Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Групування активів за рівнем ліквідності								
Високоліквідні	43	182	215	172	3 614	7	21	-3 593
Середньоліквідні	8 776	8 205	8 467	-309	66 178	141 269	174 893	108 715
Низьколіквідні	4 693	7 023	9 491	4 798	33 416	3 962	546	-32 870
Важколіквідні	17 861	13 294	12 634	-5 227	119 590	112 185	85 614	-33 976
Групування пасивів за терміновістю оплати								
Найбільш термінові	20 846	30 701	38 746	17 900	171 345	301 262	356 398	185 053
Короткострокові	2 789	1 400	0	-2 789	292 640	376 962	19 043	-273 597
Довгострокові	616	109	109	-507	0	1 119	379 461	379 461
Постійні	6 657	-3 506	-7 778	-14 435	-241 187	-421 906	-493 828	-252 641
Баланс	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної		Неліквідний баланс	Неліквідний баланс	Неліквідний баланс	

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Визначення статичної платоспроможності за даними балансу з використанням коефіцієнтів ліквідності не дає змоги реально впливати на неї, тому дуже важливим є оперативний аналіз платоспроможності, мета якого полягає у передбаченні можливих негативних відхилень у рівні поточної платоспроможності підприємства та запобіганні їм. З метою своєчасного виявлення тенденцій формування незадовільної структури балансу у суб'єктів підприємницької діяльності, що прибутково працюють, та вжиття випереджувальних заходів, спрямованих на запобігання банкрутству проводиться оперативний аналіз за допомогою коефіцієнта Бівера (табл. 3.7).

Ознакою формування незадовільної структури балансу є такий фінансовий стан підприємства, коли протягом 1-2 років значення коефіцієнту Бівера не перевищує 0,2. В ході дослідження фінансового стану обраних молокопереробних підприємств встановлено, що тенденції перевищення нормативного значення відповідає у 2017-2019 рр. лише діяльність ПАТ «Обухівський молочний завод», в якого коефіцієнт Бівера зріс на 0,08 та у 2019 р. становить 0,78. Цей же показник для ПАТ «Яготинський маслозавод» у 2017 р. має від'ємне значення, але в кінці 2019 р. досягає нормативного значення, що свідчить про покращення структури балансу підприємства.

Таблиця 3.7

**Оперативний аналіз фінансового стану ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод»,
ПАТ «Яготинський маслозавод» за коефіцієнтом Бівера, 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.
Чистий прибуток, тис. грн.	1893	2642	987	52,14	6824	1250	8600	126,3	25028	60745	129631	36. у 5,1 р.
Амортизація, тис. грн.	1166	1215	1254	107,55	3818	4361	4 445	116,42	26 406	28 154	26 299	99,59
Довгострокові зобов'язання, тис. грн.	0	0	0	0,00	0	0	0	0,00	105045	199260	207 018	197,08
Поточні зобов'язання, тис. грн	2 530	2 942	3 707	146,52	4 284	4 510	5 317	124,11	277394	221677	260 107	93,77
Коефіцієнт Бівера	0,287	0,485	-0,072	-0,36	0,702	1,809	0,781	0,08	-0,004	0,077	0,221	0,22

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Коефіцієнт Бівера ПАТ «Кагма» протягом 2017-2018 рр. перевищує нормативне значення, а у 2019 р. стає негативним внаслідок зменшення обсягу чистого прибутку на 47,86%, зростання амортизації на 7,55% та поточних зобов'язань на 46,52%. Це свідчить про тенденцію небажаного скорочення частки прибутку, яка спрямовується на розвиток виробництва, що в кінцевому підсумку може призвести до незадовільної структури балансу.

Погіршення фінансового стану – поступовий процес, тому доцільно визначити рівень неплатоспроможності підприємств. Поточна неплатоспроможність – це фінансовий стан підприємства, коли на певний момент у підприємства недостатньо високоліквідних активів для погашення поточних зобов'язань. Економічним показником ознак поточної неплатоспроможності за наявності простроченої кредиторської заборгованості є різниця наявних у підприємства грошових коштів, їх еквівалентів, інших високоліквідних активів та сумою його зобов'язань (табл. 3.8).

Згідно з аналізом, проведеним щодо визначення ознак поточної, критичної та надкритичної неплатоспроможності було встановлено, що жодне з досліджуваних підприємств не має довгострокових та поточних фінансових інвестицій, що свідчить про відсутність розвитку інвестиційної діяльності на цих підприємствах. За 2017-2019 рр. мають негативне значення показника поточної неплатоспроможності (крім ПАТ «Обухівський молочний завод» у 2019 р.), що характеризує їх стан як боржників, тобто суб'єктів

господарювання, які

Таблиця 3.8

**Визначення ознак поточної, критичної та надкритичної неплатоспроможності
ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод»,
2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»			ПАТ «Обухівський молочний завод»			ПАТ «Яготинський маслозавод»		
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Довгострокові фінансові інвестиції, тис. грн	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Поточні фінансові інвестиції, тис. грн	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Грошові кошти та їх еквіваленти, тис. грн	1 335	2 904	1 957	2 424	4 078	7 607	20 372	17 455	34 704
Поточні зобов'язання, тис. грн.	2 530	2 942	3 707	4 284	4 510	5 317	277 394	221 677	260 107
Показник поточної неплатоспроможності, тис. грн	-1 195	-38	-1 750	-1 860	-432	2 290	-257022	-204222	-225403
Коефіцієнт покриття	5,085	5,523	4,782	2,598	4,907	4,678	1,271	2,835	2,004
Коефіцієнт забезпечення власними засобами	0,803	0,819	0,791	0,615	0,796	0,786	0,213	0,647	0,501
Структура балансу	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна	задовільна
Коефіцієнт втрати платоспроможності	2,353			2,599			1,094		

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

неспроможні виконати свої грошові зобов'язання перед кредиторами, у тому числі зобов'язання щодо сплати податків і зборів, протягом трьох місяців після настання встановленого строку їх сплати. Проте, це не є причиною для негайної розробки плану санації для ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод», оскільки крім грошових коштів та інвестицій у названих підприємств є запаси, поточна дебіторська заборгованість, частина з яких може бути більш ліквідною, особливо порівняно з довгостроковими фінансовими інвестиціями. Ця теза підтверджується високими значеннями показників покриття та забезпеченості оборотних активів власними оборотними коштами.

У ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» (табл. 2.9) за аналізований період виявлено ознаки критичної неплатоспроможності, оскільки вони не лише характеризуються поточною неплатоспроможністю, але й мають значення коефіцієнта покриття менше 1,5, а коефіцієнта забезпечення власними засобами – менше 0,1. Ознак надкритичної неплатоспроможності, коли за підсумками календарного року коефіцієнт покриття менше 1 і підприємство не отримало прибутку, не було встановлено.

За задовільної структури балансу, коли підприємство визнається платоспроможним, розраховується коефіцієнт втрати платоспроможності на найближчі три місяці. Визначено, що для ПАТ «Кагма» $K_{ВТП} = 2,353$, для ПАТ «Обухівський молочний

Таблиця 2.9

**Визначення ознак поточної, критичної чи надкритичної неплатоспроможності
ПАТ «ЖЛК-Україна», ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «ЖЛК-Україна»			ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»		
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Довгострокові фінансові інвестиції, тис. грн	0	0	0	0	0	0
Поточні фінансові інвестиції, тис. грн	0	0	0	0	0	0
Грошові кошти та їх еквіваленти, тис. грн	43	182	215	3 614	7	21
Поточні зобов'язання, тис. грн.	24 100	32 101	38 746	463 985	678 224	375 441
Показник поточної неплатоспроможності, тис. грн.	-24 057	-31 919	-38 531	-460 371	-678 217	-375 420
Коефіцієнт покриття	0,561	0,484	0,482	0,223	0,214	0,467
Коефіцієнт забезпечення власними засобами	-0,784	-1,068	-1,074	-3,487	-3,669	-1,140
Структура балансу	незадові льна	незадові льна	незадові льна	незадові льна	незадові льна	незадові льна
Коефіцієнт відновлення платоспроможності	-0,610			0,017		

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

завод» $K_{ВП} = 2,599$, для ПАТ «Яготинський маслозавод» $K_{ВП} = 1,094$, що означає реальну можливість підприємства не втратити платоспроможність. Для ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», у яких структура балансу визнається незадовільною, а $K_{ВП} \leq 1$, розраховано коефіцієнт відновлення платоспроможності на період 6 місяців. В ході дослідження встановлено, що ці підприємства не мають реальної можливості відновити свою платоспроможність у зазначений термін, оскільки для ПАТ «ЖЛК-Україна» $K_{ВП} = -0,610$, для ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» $K_{ВП} = 0,017$. Це свідчить про те, що діяльність підприємств не стабільна з позиції довгострокової перспективи завдяки збалансованості активів та пасивів, доходів і витрат, позитивних і негативних грошових потоків, тобто мають низький рівень фінансової стійкості. Вона проявляється у здатності підприємства функціонувати та розвиватися у мінливому економічному середовищі, бути платоспроможним та інвестиційно привабливим в межах допустимого рівня ризику.

У системі складових елементів фінансової стабільності підприємства фінансова стійкість займає одне із головних місць. Тому необхідним є пошук шляхів досягнення певного ступеня фінансової стійкості підприємства. Для забезпечення фінансової стабільності функціонування підприємства у перспективі необхідно визначати конкретний рівень фінансової стійкості та здійснювати її кількісну оцінку. Велике значення мають визначення «певного ступеня» фінансової стійкості, низки чинників, що обумовлюють межу стійкості, обґрунтованості методичних підходів до її оцінки,

особливо в умовах економіки кризового періоду. За результатами дослідження фінансової стійкості обраних молокопереробних заводів Київської області (табл. 3.10) встановлено, що частка власного капіталу в загальній вартості авансованого капіталу підприємства у ПАТ «Кагма» зменшилась на 0,03 в.п., ПАТ «Обухівський молочний завод» - збільшилась на 0,03 в.п., ПАТ «Яготинський маслозавод» - збільшилась на 0,06 в.п., ПАТ «ЖЛК-Україна» - зменшилась на 0,46 в.п., ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» - зменшилась на 0,81 в.п. При цьому коефіцієнт автономії двох перших підприємств відповідають нормативному рівню та перевищує 0,5 протягом 2017-2019 рр., коефіцієнти автономії решти підприємств не відповідають рекомендованому значенню, а у ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» вони від'ємні. Таким чином, коефіцієнт концентрації позикового капіталу ПАТ «Кагма» коливався в межах 0,14-0,17, ПАТ «Обухівський молочний завод» - 0,12-0,10, ПАТ «Яготинський маслозавод» - 0,72-0,66, ПАТ «ЖЛК-Україна» - 0,79-1,25, ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» - 2,08-2,89, що свідчить про те, що два останні підприємства мають найвищий рівень фінансової залежності від кредиторів.

В зону високого фінансового ризику за результатами розрахунків потрапляє ПАТ «Яготинський маслозавод», оскільки його коефіцієнт співвідношення позикового та власного капіталу перевищує 1, хоча в динаміці спостерігається його зменшення на 0,63 в.п.

Найвищий рівень фінансової стабільності має ПАТ

«Обухівський молочний завод», у якого припадає від 7,23 до 9,37 грн власного капіталу на 1 грн позиченого, для порівняння у ПАТ «Кагма» цей показник становить від 6,03 до 4,96 грн, у ПАТ «Яготинський маслозавод» - від 0,38-0,51 грн за 2017-2019 рр. Високий рівень фінансової стабільності підприємств пов'язаний більшою мірою з тим, що в структурі зовнішніх джерел фінансування більшу питому вагу займають поточні зобов'язання, або ж вони їх повністю і формують. Відсутність довгострокових позикових джерел дає можливість утримувати та підвищувати фінансову стійкість підприємств.

Зростання ступеня мобільності власного капіталу спостерігається у ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод», про що свідчить зростання показника маневреності власного капіталу на 0,08, 0,17 та 0,59 в.п. відповідно. Ці ж підприємства мають достатньо власних оборотних коштів для формування запасів підприємства. Нормальним вважається фінансовий стан підприємства при значенні коефіцієнта забезпечення запасів власними оборотними коштами 0,6-0,8. Для вищевказаних підприємств цей показник перевищує рекомендоване значення в середньому в 2-3 рази. Значення даних коефіцієнтів для ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» є від'ємними, що свідчить про відсутність можливості самостійно фінансувати свою поточну діяльність.

Абсолютні значення та тенденції зміни відносних показників оцінки фінансової стійкості мають, як правило, різнопланове

тлумачення, тобто, якщо за одними коефіцієнтами підприємство вважається фінансово стійким, то за іншими критеріями може бути протилежний висновок.

Таблиця 3.10

**Показники фінансової стійкості молокопереробних підприємств
Київської області за 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Показники структури джерел формування капіталу																				
Коефіцієнт автономії	0,86	0,86	0,83	-0,03	0,88	0,90	0,90	0,03	0,28	0,33	0,34	0,06	0,21	-0,12	-0,25	-0,46	-1,08	-1,64	-1,89	-0,81
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	0,14	0,14	0,17	0,03	0,12	0,10	0,10	-0,03	0,72	0,67	0,66	-0,06	0,79	1,12	1,25	0,46	2,08	2,64	2,89	0,81
Коефіцієнт фінансового ризику	0,17	0,17	0,20	0,04	0,14	0,11	0,11	-0,03	2,61	2,03	1,98	-0,63	3,71	-9,19	-5,00	-8,71	-1,92	-1,61	-1,53	0,40
Коефіцієнт фінансової	6,03	6,01	4,96	-1,07	7,23	9,47	9,37	2,14	0,38	0,49	0,51	0,12	0,27	-0,11	-0,20	-0,47	-0,52	-0,62	-0,65	-0,13

Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,68	0,75	0,76	0,08	0,22	0,41	0,39	0,17	0,51	1,96	1,10	0,59	-1,59	4,73	2,58	4,17	1,50	1,26	0,40	-1,09
Коефіцієнт забезпечення оборотних активів ВОК	0,80	0,82	0,79	-0,01	0,62	0,80	0,79	0,17	0,21	0,65	0,50	0,29	-0,78	-1,07	-1,07	-0,29	-3,49	-3,67	-1,14	2,35
Коефіцієнт забезпечення запасів ВОК	1,50	2,00	1,33	-0,17	1,10	1,79	1,60	0,49	0,77	3,04	2,51	1,73	-2,26	-2,36	-2,11	0,14	-10,79	-134,52	-366,27	-355,48
Коефіцієнт маневреності ВОК	0,13	0,22	0,14	0,01	0,35	0,23	0,39	0,03	0,27	0,04	0,13	-0,14	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01
Показники стану основного капіталу																				
Коефіцієнт майна виробничого призначення	0,66	0,54	0,68	0,01	0,86	0,74	0,77	-0,09	0,52	0,48	0,41	-0,11	0,72	0,70	0,70	-0,01	0,69	0,45	0,33	-0,36
Коефіцієнт нагромадження амортизації	0,67	0,71	0,73	0,07	0,47	0,52	0,51	0,04	0,36	0,43	0,45	0,09	0,50	0,60	0,53	0,03	0,51	0,57	0,59	0,08
Коефіцієнт	0,27	0,21	0,19	-0,08	0,58	0,43	0,46	-0,12	0,33	0,26	0,25	-0,08	0,51	0,37	0,37	-0,14	0,52	0,34	0,32	-0,20

реальної вартості ОЗ																				
-------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Для визначення типу фінансової стійкості підприємства використовується методика, що базується на розрахунку системи абсолютних показників забезпеченості запасів джерелами їх формування (табл. 3.11). За результатами аналізу типу фінансової стійкості молокопереробних підприємств встановлено, що ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод» мають абсолютну стійкість фінансового стану, характеризуються прибутковістю господарської діяльності та відсутністю порушень фінансової дисципліни.

Запаси даних підприємств повністю покриваються власними оборотними коштами. Такий стан не завжди розглядається як оптимальний, оскільки підприємства не використовують зовнішні джерела фінансування у своїй діяльності, хоча в сучасних умовах господарювання, на нашу думку, є виправданим.

Дослідженням встановлено, що ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» (табл. 3.12) мають нестійкий фінансовий стан, що характеризується порушенням платіжної дисципліни, збоями у надходженні грошових коштів, відсутністю прибутковості господарської діяльності.

Таблиця 3.11

**Типи фінансової стійкості ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод»,
ПАТ «Яготинський маслозавод», 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»			ПАТ «Обухівський молочний завод»			ПАТ «Яготинський маслозавод»		
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Власні оборотні кошти	10 335	13 307	14 019	6 844	17 621	19 556	75 185	406 780	261 105
Довгострокові зобов'язання	0	0	0	0	0	0	105 045	199 260	207 018
Короткострокові зобов'язання	2 530	2 942	3 707	4 284	4 510	5 317	277 394	221 677	260 107
Запаси	6 887	6 660	10 547	6 201	9 833	12 253	97 109	133 603	104 155
Функціональний капітал	10 335	13 307	14 019	6 844	17 621	19 556	180 230	606 040	468 123
Загальна вартість джерел покриття запасів	12 865	16 249	17 726	11 128	22 131	24 873	457 624	827 717	728 230

Надлишок (нестача) ВОК	3 448	6 647	3 472	643	7 788	7 303	-21 924	273 177	156 950
Надлишок (нестача) функціонального капіталу	3 448	6 647	3 472	643	7 788	7 303	83 121	472 437	363 968
Надлишок (нестача) джерел покриття запасів	5 978	9 589	7 179	4 927	12 298	12 620	360 515	694 114	624 075
Тип фінансової стійкості	{1;1;1}	{1;1;1}	{1;1;1}	{1;1;1}	{1;1;1}	{1;1;1}	{0;1;1}	{1;1;1}	{1;1;1}

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Таблиця 3.12

**Типи фінансової стійкості ПАТ «ЖЛК-Україна»,
ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «ЖЛК-Україна»			ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»		
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.
Власні оборотні кошти	-10 588	-16 575	-20 065	-360 576	-532 972	-199 981
Довгострокові зобов'язання	616	109	109	0	1 119	379 461
Короткострокові зобов'язання	24 100	32 101	38 746	463 985	678 224	375 441
Запаси	4 693	7 023	9 491	33 416	3 962	546
Функціональний капітал	-9 972	-16 466	-19 956	-360 576	-531 853	179 480
Загальна вартість джерел покриття запасів	14 128	15 635	18 790	103 409	146 371	554 921
Надлишок (нестача) ВОК	-15 281	-23 598	-29 556	-393 992	-536 934	-200 527
Надлишок (нестача) функціонального капіталу	-14 665	-23 489	-29 447	-393 992	-535 815	178 934
Надлишок (нестача) джерел покриття запасів	9 435	8 612	9 299	69 993	142 409	554 375
Тип фінансової стійкості	{0;0;1}	{0;0;1}	{0;0;1}	{0;0;1}	{0;0;1}	{0;1;1}

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Стійкість фінансового стану підприємств може бути відновлена шляхом прискорення оборотності оборотних активів, у результаті чого відбудеться відносне їх зменшення на 1 грн чистого доходу; дотримання залишків запасів відповідно до визначених нормативів, реалізації товарно-матеріальних цінностей, які не використовуються у виробництві; оптимізації структури зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування підприємств. Вважаємо, що прийняття оперативних та стратегічних управлінських рішень щодо забезпечення фінансової стійкості молокопереробних підприємств є можливим за умови умови запровадження комплексної системи управління капіталом.

За результатами проведеного анкетування фінансово-облікових департаментів ТОВ «Білоцерківський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод», ПрАТ «ЖЛК-Україна» нами проведена оцінка діючої системи управління капіталом. Здійснивши аналіз діючих систем управління капіталом молокопереробних підприємств, можна стверджувати, що мають місце лише фрагментарні підходи до управління складовими капіталу, однак не здійснюється аналіз його функціонування на всіх стадіях виробничого та фінансового циклу, а також відсутні сучасні методичні підходи до оптимізації його структури. Саме це є підставою для висновку щодо необхідності обґрунтування комплексної системи управління капіталом на молокопереробних підприємствах, яка дозволить максимізувати віддачу власного капіталу та мінімізувати ризики втрати фінансової стійкості.

Отже, в процесі аналізу джерел формування та рівня використання капіталу молокопереробних підприємств Київської області виявлено зростання коефіцієнта мобільності всіх досліджуваних підприємств, що для більшості заводів характеризує вилучення частини оборотних активів на кредитування споживачів готової продукції та інших дебіторів, оскільки більшу частину оборотного капіталу цих підприємств становить дебіторська заборгованість. Встановлено, що для ПАТ «Кагма» частка дебіторської заборгованості в загальних оборотних активах знаходилася в межах 29-41%, ПАТ «Обухівський молочний завод» – 19-37%, ПАТ «Яготинський маслозавод» – 48-71%, ПАТ «ЖЛК-Україна» – 42-64%, ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» – 55-99%.

Рівень покриття поточних зобов'язань високоліквідними оборотними активами є достатнім лише у ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод», решта досліджуваних підприємств мають мізерну частку абсолютно ліквідних активів у складі оборотного капіталу. В умовах девальвації національної грошової одиниці така політика управління оборотними активами може бути виправданою, оскільки саме грошові кошти перші підпадають під інфляційні втрати.

Показники оборотності активів досліджуваних підприємств мають тенденцію до зменшення, лише у ПАТ «Яготинський маслозавод» спостерігається збільшення показника трансформації активів на 0,56 за 2014-2016 рр. Зменшення

ресурсовіддачі підприємств призводить до зростання середнього періоду, протягом якого кошти, вкладені в діяльність підприємств, проходять усі стадії одного кругообігу.

Показники прибутковості та ефективності господарської діяльності всіх досліджуваних молокопереробних підприємств переважно мають негативну динаміку, що пояснюється випереджаючим зростанням витрат порівняно зі зменшенням фінансових результатів. Зростання показників рентабельності за аналізований період відбувається лише у ПАТ «Яготинський маслозавод». У ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» діяльність збиткова, зумовлена великими обсягами адміністративних витрат, витрат на збут та інших операційних витрат. Низький рівень та постійне зниження рівня чистого прибутку призводить до відсутності сталого джерела фінансування розвитку виробництва, створення резервних фондів, задоволення матеріальних та соціальних потреб працівників підприємств, що підтверджується зниженням коефіцієнтів реінвестування більшості досліджуваних підприємств.

Проаналізовані показники динаміки і структури капіталу молокопереробних підприємств дають розуміння щодо сучасних тенденцій формування капіталу. На формування структури капіталу молокопереробних підприємств значно впливає: законодавча і податкова база, кон'юнктура ринку, темп реалізації молочної продукції, стан сировинного ринку, прибутковість активів та ін. Оцінка джерел формування капіталу

молокопереробних підприємств України за останні роки підтвердила динаміку загальногалузових показників, де превалюють власні кошти, довгострокові кредити банків та кредиторська заборгованість.

Проведений аналіз впливу структури джерел формування оборотного капіталу виробників молочних продуктів на показники його використання, дав можливість зробити висновок, що на ПАТ «Кагма», «Обухівський молочний завод» та ПАТ «Яготинський маслозавод» їх значення є більш раціональним за даних умов господарювання і зумовило зростання рівня рентабельності їх діяльності.

Проведено аналіз впливу ефективності використання капіталу на платоспроможність та фінансову стійкість молокопереробних підприємств. В результаті дослідження сформульовано висновки щодо характеру ліквідності їх балансу. Так, було встановлено, що ліквідність балансу ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод» меншою мірою відрізняється від абсолютної, ліквідність балансів ПАТ «Яготинський маслозавод» та ПАТ «ЖЛК-Україна» можна вважати такою, що більшою мірою відрізняється від абсолютної, баланс ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» є неліквідним, а саме підприємство таким, що не має поточної та перспективної платоспроможності.

В ході виявлення ознак поточної, критичної та надкритичної неплатоспроможності було встановлено, що на ПАТ «Кагма» та ПАТ «Яготинський маслозавод» присутні ознаки поточної

неплатоспроможності, що характеризує їх стан як боржників, проте це не є причиною для негайної розробки плану санації, оскільки крім грошових коштів та інвестицій у названих підприємств є запаси, поточна дебіторська заборгованість, частина з яких може бути більш ліквідною, особливо порівняно з довгостроковими фінансовими інвестиціями. У ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» за період аналізу виявлено ознаки критичної неплатоспроможності.

Проаналізовано абсолютні та відносні показники фінансової стійкості та визначено типи фінансової стійкості досліджуваних підприємств. За результатами аналізу типу фінансової стійкості молокопереробних підприємств встановлено, що ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод» мають абсолютну стійкість фінансового стану, характеризуються прибутковістю господарської діяльності та відсутністю порушень фінансової дисципліни. ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» мають нестійкий фінансовий стан, що характеризується порушенням платіжної дисципліни, збоями у надходженні грошових коштів, відсутністю прибутковості господарської діяльності. Ці підприємства потребують розробки методів, що забезпечать стабільність та ефективність функціонування капіталу, авансованого у виробництво та реалізацію продукції, на виробництві якої спеціалізуються.

Аналіз структури капіталу та існуючі умови господарювання, в яких знаходяться вітчизняні молокопереробні підприємства,

дали змогу дійти висновку, що питанню формування структури капіталу приділяється значна увага акціонерами та керівництвом, оскільки питома вага власного капіталу з кожним роком збільшується і складає 67% від всього капіталу підприємства. Таке співвідношення (2:1) демонструє зменшення фінансових ризиків для підприємства.

Тому, основне завдання акціонерів та керівництва підприємства є знайти не тільки співвідношення між власним і позиковим капіталом, а й створити необхідні умови для зберігання чи зміцнення фінансової стійкості підприємства. Велика частка власного капіталу у загальній структурі в подальшому позитивно вплине на рівень автономності і самостійності підприємства.

Оцінити співвідношення капіталу можна за допомогою «правила вертикальної структури капіталу», обчислюючи відповідні показники. Їх необхідно розраховувати для кожного підприємства окремо та порівнювати з середньогалузевими значеннями вітчизняних та світових підприємств. При цьому слід враховувати, що підприємства можуть мати однакову структуру капіталу, але різний фінансово – економічний стан. Вважається, що структура капіталу є ефективною, коли відбувається покращення виробничих і фінансових показників діяльності підприємства.

РОЗДІЛ 4

УДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ МОЛОКОПЕРЕРОБНИХ ПІДПРИЄМСТВ

4.1. Зарубіжний досвід оптимізації структури капіталу та напрями його використання у вітчизняній практиці

Узагальнення економічної літератури дозволило встановити, що виділяють наступні класифікації теорій оптимізації структури капіталу: статистичні та динамічні, неокласичні та інституціональні та ін. Вважаємо, що більш логічним є систематизувати усі теорії оптимізації структури капіталу за двома напрямками: іррелевантні та релевантні. В основі цієї класифікації покладено фактор впливу структури підприємства на її ринкову вартість та вартість його капіталу. Теорії першого напрямку доводить, що структура капіталу підприємства не впливає на його вартість, водночас, як теорії іншого напрямку, навпаки, обґрунтовують вплив структури капіталу на вартість підприємства.

Наведемо порівняння основних теорій оптимізації структури капіталу. Так, теорія чистого операційного доходу Д. Дюранда [156], яка була запропонованою у 1952 р., може вважатися основою для розвитку іррелевантних теорій структури капіталу. Основна ідея цієї теорії полягає у тому, що зі збільшенням частки більш дешевого позикового джерела капіталу підвищується вартість власного капіталу, у результаті чого середньозважена

вартість капіталу підприємства (WACC) та вартість підприємства залишаються на тому ж рівні. Ця теорія побудована на наступних міркуваннях: 1) вартість WACC і вартість позикового капіталу постійні; 2) вартість власного капіталу зростає при збільшенні частки позикового капіталу у структурі капіталу підприємства; 3) підприємство не платить податку на прибуток [157].

Водночас, у 1963 р. Е. Соломоном була запропонована традиційна теорія, яка є стала початком релевантних теорій структури капіталу. Згідно цієї теорії підприємство може знизити вартість капіталу та підвищити свою ринкову вартість, збільшивши частку позикового капіталу в загальній структурі капіталу, лише до певного рівня. Висновки теорії базуються на припущеннях, що, по-перше, позиковий капітал є більш дешевим джерелом, ніж власний, унаслідок меншого ризику, а, по-друге, підприємство не платить податок на прибуток. Недоліком теорії Д. Дюрандата традиційної теорії Е. Соломона є те, що вони базувалися на аналізі фінансових рішень, а не на наукових концепціях. Саме тому першою науковою працею в області оптимізації структури капіталу підприємства роботу М. Міллера та Ф. Модільяні у 1958 році [158].

Узагальнення численних джерел стосовно даної тематики дозволив нам виділити такі теорії: теорія Модільяні-Міллера та її доповнення урахуванням вигід від використання «податкового щита»; компромісна теорія; теорія ієрархії. Безумовно, з огляду на важливість оптимізації структури капіталу доцільно виділити теорію агентських відносин, а також численні дослідження у сфері поведінкових фінансів. Проте при ретельному їх вивченні з'ясовується, що вони виокремлюють лише деякі мотиви

поведінки менеджерів при оптимізації левериджу в певній ситуації, тому в прикладних розрахунках як самостійні напрями не використовуються.

Найбільш поширеними і придатними для дослідження життєвих і макроекономічних циклів у контексті оптимізації структури капіталу постають дві теорії: компромісна і теорія ієрархії джерел фінансування.

Для розгляду компромісної моделі необхідно детальніше зупинитися на теорії Модільяні-Міллера (M&M), а також її модифікаціях. Як було зазначено вище, теорія поклала початок дослідженням у сфері корпоративних фінансів. На думку науковців, яку б структуру капіталу не сформувало підприємство, її вартість залишиться незмінною. Безумовно, це твердження ґрунтується на низці обмежень, висунутих дослідниками. Проте, при їх дотриманні можливість здійснення арбітражних операцій дійсно призводить до того, що вартість підприємства, яка має у структурі позиковий капітал та у разі його відсутності, вартість вирівнюється.

Стосовно висунутої теорії були висловлені критичні зауваження про те, що дотримання обмежень практично неможливе в реальній дійсності. Це привело до створення першої з модифікацій – моделі M&M із урахуванням податків. Існування «податкового щита», який дозволяє врахувати відсотки по кредитах у витратах підприємств, призвело до того, що згідно з першою модифікацією найменше значення середньозваженої вартості капіталу досягається при 100% рівні позикового капіталу. Безумовно, така ситуація також практично неможлива, оскільки безпосередньо пов'язана з потенційним банкрутством

підприємства. Наприклад, сучасні банківські методики розрахунку ліміту кредитування позичальників, як правило, узгоджені з показником EBITDA: перевищення зазначеного показника в 2,5 рази розглядається як «поріг» максимального розміру сукупного кредитного ліміту позичальника.

Обґрунтована критика, в свою чергу, знову призвела до того, що перша модифікація була доповнена додатковими обмеженнями. Отже, вигоди по «податковому щиту» після певного значення боргового навантаження починають перекриватися витратами можливого банкрутства. У точці «перетину» вартість позикових коштів мінімальна, і, як наслідок, вартість підприємства максимальна. Ряд сучасних досліджень свідчить, що оптимальне значення боргового навантаження становить 30 – 40% від пасивів підприємства. Компромісна модель нині використовується як базова при визначенні оптимального боргового навантаження.

Ми поділяємо думку про те, що компромісні моделі не призначені для точного визначення оптимальної структури капіталу підприємства, але вони дозволяють зробити деякі висновки: підприємства, прибуток яких оподатковується за вищою ставкою, можуть мати відносно більше боргів, ніж підприємства з більш низькими податковими ставками, оскільки висока ставка податку збільшує економію від залучення позикового капіталу; високоризиковим підприємствам доцільно використовувати менше позикового капіталу, ніж низькоризиковим; підприємства, які мають матеріальні активи, можуть дозволити собі більшу частку боргу, ніж з високою часткою нематеріальних активів, оскільки у періоди фінансових

труднощів нематеріальні активи знецінюються набагато швидше.

Основну «конкуренцію» компромісній теорії на сьогодні складає теорія ієрархії джерел фінансування, або інша назва – теорія ієрархії, ця теорія не пропонує математичної моделі побудови оптимальної структури капіталу, однак припускає, що для власників з позиції ризиків найвигідніше ранжувати джерела фінансування наступним чином: нерозподілений прибуток; боргові джерела; інструменти власного капіталу, акції. Зазначимо, що в певних випадках теорія спрацьовує, однак відсутність чіткого графічного механізму побудови моделі оптимального левериджу перешкоджає в даний час її повноцінному використанню у практичних дослідженнях.

Розглянемо окремі компоненти теорій, пов'язаних із розробкою підходу до оптимізації структури капіталу протягом життєвого циклу з урахуванням макроекономічних особливостей економіки.

Так, компромісна модель («Trade-off model»), одним із компонентів якої є вигоди від використання «податкового щита», що зменшують величину податкових відрахувань при залученні кредитних ресурсів. Вплив на підприємство в цьому випадку відбувається за двома параметрами: з одного боку, під час економічного підйому зменшуються ставки кредитування підприємств банками внаслідок зниження ставок макроекономічними регуляторами. З іншого боку, існує залежність від проведеної в країні податкової політики. В цьому випадку змінюється не величина банківського відсотка, а податкова ставка, виходячи з якої розраховується «податковий щит» підприємства. Отже, внаслідок дії двох цих чинників підсумкова величина «виграшу» підприємства може значно коливатися. У літературі з

корпоративних фінансів є одним із фундаментальних, але мало досліджених епитання взаємозв'язку між життєвим циклом підприємств і розміром «податкового щита». Очевидно, що по мірі зростання підприємства інший компонент «податкового щита» – процентні ставки по кредитах, повинні зменшуватися: з'являється різноманітність джерел фінансування, зростає обсяг залучених коштів, для позичальника можливе зменшення заставних зобов'язань. Крім того, допускається і своєрідний «ефект масштабу», коли при збільшенні суми кредиту відносна вартість запозичень знижується.

Розглянемо залежність між макроекономічними циклами і податковою політикою держави. Однією з останніх фундаментальних робіт у цій сфері можна назвати публікацію К. Вегха і Г. Вулетіна [159]. Автори підкреслюють спрямованість своєї роботи саме на податкову політику держав, під якою вони розуміють рішення про зміни в процентних ставках податків, а не податкових доходів, оскільки останні, як правило, безпосередньо пов'язані з діловою активністю в країні. Науковці роблять висновок, що динаміка корпоративних податків неоднакова для розвинених і країн, що розвиваються: якщо в перших при макроекономічному підйомі ставки підвищуються, то в інших – зростають під час рецесій. Отже, для розвинених країн характерна проциклічна податкова політика, а для країн, що розвиваються – контрциклічна. Проте, окремі розвинені країни також використовують контрциклічну податкову політику. Проциклічна політика характерна для таких країн як США, Японія і Великобританія, а контрциклічна – в основному для країн континентальної Європи. Окрім того, доцільно проаналізувати,

реакцію фірм на зміну ставок податків у країні з боку держави. Відповідь знаходимо у роботі Ф. Хейдер і А. Лінгквіста [160], де вони розглядають реакцію компаній США на зміну податкових ставок регіональною владою штатів. Результати дослідження переконують, що із зростанням ставок компанії підвищують леверидж компаніями, зі зниженням не виникає зміну борговому навантаженні. Крім того, на думку дослідників, «леверидж як мінімум в чотири рази більш чутливий до підвищення податку, ніж до зміни стандартних детермінант левериджу ... таких як рентабельність ... розмір компанії, співвідношення ринкової і балансової вартості» [160, с. 1].

Наступною компонентою компромісної моделі є очікувані витрати банкрутства, які зазнає компанія. Проаналізуємо детальніше останні роботи, в яких розглядається взаємозв'язок між вартістю банкрутства і левериджем підприємства. Одним із перших цю проблему висвітлив Д. Ворнер [161]. Вивчаючи дані щодо банкрутств залізничних компаній США, дослідник дійшов до висновку, що, по-перше, відношення прямих витрат банкрутства до ринкової вартості фірми має тенденцію до зниження в міру зростання вартості компанії. При цьому, за його оцінкою, прямі витрати банкрутства відносно невеликі і «складають ~ 1% від ринкової вартості фірми до банкрутства». По-друге, в аналізованій праці науковець одним із перших здійснив поділ прямих і непрямих витрат банкрутства. Перші традиційно складаються із вартості послуг осіб, які безпосередньо здійснюють процедуру банкрутства. Оскільки вона передбачає участь суду, отже потрібні послуги адвокатів. Для складання балансів знадобляться послуги бухгалтерів, а з

боку держави призначається конкурсний керуючий, якому виплачується винагорода. Непрямі витрати можуть бути пов'язані з репутаційними втратами і, як наслідок, зниженням лояльності покупців, зменшенням виручки. Крім того, зниження виручки може позначитись і на відносинах компанії з банком: можливі зменшення ліміту кредитування або заборона проведення окремих операцій, як, наприклад, у разі великої компанії – випуск облігаційних позик або пайових цінних паперів. По-третє, для великих компаній існує своєрідний «ефект масштабу» витрат банкрутства: для них витрати в абсолютному вираженні вище, але щодо ринкової вартості вони менше. По-четверте, очікувані витрати банкрутства можливо розрахувати множенням показника ймовірності банкрутства на вартість банкрутства [161, с. 345]. Якщо прийняти вартість банкрутства в якості деякої константи, то, по суті, все визначається ймовірністю настання банкрутства.

Відомо, що у 1977 р М. Міллер, посилаючись на роботи Д. Уорнера, зазначав, що прямі збитки від банкрутства в середньому повинні оцінюватися на рівні 1% вартості фірми за 7 років до оголошення її банкрутом, а з урахуванням реальних умов банкрутств ця цифра виявилася ще меншою [162]. Автор наводить ще один аргумент на користь меншої вартості витрат банкрутств за умови емісії прибуткових облігацій. Як відомо, відсотки за цими облігаціями виплачуються тільки за умови отримання підприємством прибутку, при цьому купонні платежі знижують оподатковуваний прибуток. Облігації дають можливість суб'єктам господарювання отримати податковий щит, але при цьому позбавляють його від можливого

банкрутства. На думку Міллера, якби витрати банкрутства для підприємства були важливими, то воно активно проводило б емісію дохідних облігацій, але ця практика не поширилася.

На думку, Р. Хауген і Л. Сенбет очікувані витрати банкрутства взагалі не впливають на структуру капіталу підприємства. Так, при ліквідації підприємства його майно продається нижче реальної вартості, це і створює витрати ліквідації (при цьому автори окремо розглядають витрати банкрутства (коли підприємство переходить кредиторам) і витрати ліквідації (коли відбувається розпродаж майна підприємства-банкрута)) [163]. Згідно моделі, дані витрати не впливають на структуру капіталу, навіть якщо вони є суттєвими. Однак передумовою є те, що всі ринкові агенти є раціональними і не допускають помилок в оцінці активів. Процедура ліквідації необхідно провести, якщо ліквідаційна вартість активів, які окремо можна розпродати на ринку, є вищою за ринкову вартість підприємства за умови продовження його функціонування. Акціонери зацікавлені в ліквідації компанії, тому що від розпродажу активів вони отримають дохід вище за ринкову вартість підприємства. Якщо вони цього не зроблять, то інвестори викуплять у акціонерів компанію за нижчою ринковою ціною, а потім проведуть розпродаж активів за ліквідаційною вартістю, що принесе їм дохід. Якщо ринкова ціна підприємства вище ліквідаційної, то воно не буде ліквідованим. Саме у процесі ліквідації виникають ліквідаційні витрати, які не залежить від стану підприємства, його структури капіталу, а оптимальне боргове навантаження не може бути знайдене в моделі Хаугена і Санбет [164, 165].

Відповідно до теорії компромісу Майерса [166] для кожного підприємства існує оптимальне співвідношення боргу і власного капіталу, яке визначається співвідношенням поточної вартості очікуваної граничних вигід, пов'язаних із використанням левериджу і поточної вартості очікуваних граничних витрат від використання левериджу. Ця теорія дозволяє пояснити відмінність в структурі капіталу окремих галузей.

Досить цікаві дані про прямі витрати опублікували Д. Догертіта Л. Лопукі. У своїй праці вони роблять висновок, що на основі аналізу банкрутств 48 великих публічних компаній США «загальні витрати і витрати на банкрутство ... складають 1,4% від усіх активів боржників» [166, с. 113] на момент початку справи про банкрутство, при цьому в середньому по відношенню до всіх активів зазначені витрати мають значення 2,2%. Із 560 млн дол. США витрат 80% – це витрати, пов'язані з представленням інтересів боржника, понад 19% – кредиторів, менше 1% – власників акціонерного капіталу компанії. Крім того, наявна статистично значуща тенденція до зниження витрат на адміністрування банкрутств (~ на 57% з 1980-х рр.), пов'язана, на їхню думку, «зі зниженням тривалості розгляду подібних справ». Дослідниками так само, як і в роботі Д. Ворнера, виявлено «ефект масштабу» витрат банкрутства.

Авторами ще однієї праці розглядаються витрати банкрутства, є Е. Вос і Ф. Веббер [169]. Вони аналізували 43 компанії Нової Зеландії, що потрапили під процедуру конкурсного управління. Науковці зробили висновок, що прямі витрати на конкурсне управління досягають середнього значення 23,5% від ринкової вартості компанії на момент управління

(тобто відношення до балансової вартості активів), однак становлять лише 3,64% від вартості «фінансово здорової» компанії. Середній термін діяльності – досліджених фірм 10 років, при цьому 30-х (71% вибірки) – понад 5 років, що свідчить про виживання компаній на початку діяльності.

Виявлено, що не завжди причиною банкрутства є зменшення виручки. Дослідження банкрутств компаній малого і середнього бізнесу Італії, проведене М. Бізон і Р. Де Лука [169] свідчить про те, що вони, навпаки, прагнуть збільшити продажі незадовго до банкрутства. Це пов'язано з тим, що фірми зазвичай залучають банківські кредити, і зменшення виручки, в першу чергу, зумовлює ліміти кредитування. У зв'язку з цим компанії можуть почати продавати товари на збиток собі або на не вигідних умовах. Отже, науковці роблять висновок про те, що до банкрутства призводить не зменшення виручки, а зниження показника EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – аналітичний показник, що дорівнює обсягу прибутку до вирахування витрат за відсотками, сплати податків та амортизаційних відрахувань) і частки довгострокових активів у загальних активах компанії.

Зазначимо про недостатню кількість публікацій стосовно непрямих витрат банкрутства. З одного боку, врахування тільки прямих витрат може призвести до недооцінки загальних витрат банкрутства. Як наслідок, у такій ситуації можливо завищення оптимуму левериджу, величина ризику, що враховується, знижується. З іншого боку, техніка обліку непрямих витрат є не однозначною, оскільки часто передбачає порівняння із середньогалузевими показниками продажів. У статті Г. Бхабри і

Ю. Яо [170, с. 43-46] наводяться дані з досліджень непрямих витрат банкрутства (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Непрямі витрати банкрутства

Автор	Отримані результати по непрямих витратах банкрутства, % від вартості компанії
Е. Альтман	8,1 – 10,5% від ринкової вартості компаній
Д. Чоу і Т. Фам	~20%
Ф.А. Кванса і М. Чу	~7%
Г. Андрад і С. Каплан	10 – 20%

Джерело: складено за джерелами: [172-175].

Отже, можна зробити висновок, що окрім прямих витрат, що становлять у середньому кілька відсотків від вартості компаній до банкрутства, вкрай важливо враховувати непрямі витрати, які, за оцінками різних науковців, можуть досягати до 20% вартості. У зв'язку з цим повні витрати банкрутства, які включають в себе як прямі, так і непрямі витрати, цілком резонно розглядати в якості надійної «противаги» для економії на «податковому щиті».

Розглянемо взаємозв'язок між витратами банкрутства і макроекономічними циклами. Досить цікавими є результати стосовно банкрутств компаній Японії. Так, Н. Кагіяма і Н. Харада [74], за поквартальними даними з 1975 – 2005 р., оцінили векторну авторегресію (VAR), що складається з 4-х економічних детермінант – індексу Токійської фондової біржі (TOPIX), точки безбитковості, співвідношення «позики/власний капітал» і так званий «quickassetsratio», тобто частки ліквідних оборотних активів у ліквідних зобов'язаннях. У результати науковців зробили висновок, що точки безбитковості та співвідношення «позики/власний капітал» пов'язані прямою залежністю із рівнем

банкрутств. Однак найбільшого впливу, за оцінками цих дослідників надає фондовий індекс, водночас ризики структури капіталу незначні.

У праці чеського економіста Т. Моравця [175] також досліджується вплив макроекономічних змінних на рівень банкрутства. Він вважає, що доцільно співвіднести окремі детермінанти, що характеризують стан економіки, із кількістю заявок про банкрутство і випадків банкрутства, на основі чого встановити, що рівень банкрутства залежить від макроекономічних циклів. Так, на двадцятирічному проміжку часу ріст банкрутства спостерігався у 1999–2001 рр. і після світової економічної кризи 2008 р. Під час підйому світової економіки на початку 2000-х рр. навпаки кількість банкрутств у Чехії знижувалася. За результатами побудованих науковцем регресій виявлено, що найбільш вираженою є контрциклічність кількості банкрутств і ВВП з лагом у два роки (коефіцієнт кореляції - 0,68) і проциклічність з показником обсягу залучених кредитів – з лагом у три роки (+ 0,84).

Норвезькі вчені К. Нордаль і Р. Наес [176] досліджують банкрутство в дещо іншому ракурсі, на основі виявлення взаємозв'язку між ризиком його настання й очікуваним зростанням компаній. На думку авторів, вищий ризик банкрутства асоціюється із більш високим очікуваним зростанням компаній. Отже, класичне співвідношення «ризик – прибутковість», що характеризується прямою залежністю, існує на рівні компаній.

Дослідження С. Хол [177] вивчає ймовірність настання банкрутств, не включених до лістингу компаній Норвегії за

період з 1995 по 2000 р. Особливістю дослідження є спроба пов'язати внутрішні, властиві компанії, фінансові характеристики з макроекономічним впливом ряду змінних, що відображають стан економіки. Такими зміннимирозглянуто ВВП у постійних ринкових цінах, грошовий агрегат M1, індекс промислового виробництва, а також процентні ставки. Застосовуючи logit-модель, науковець використовує дані часових рядів для оцінки ймовірності банкрутства компаній. У результаті С. Хол робить висновок, що введення в модель зазначених вище макроекономічних змінних виправдано й істотно покращує отримані результати порівняно з моделлю, яка враховує лише внутрішні характеристики компанії [177, с. 17]. Окрім того, за допомогою експоненти отриманих результатів науковець оцінив відношення ймовірності того, що фірма збанкрутує, до ймовірності, що вона незбанкрутує.

Однак, у літературі з фінансового менеджменту співвідношення між імовірністю банкрутства і макроекономічними циклами досліджується нечасто. Однією із робіт, що містить подібний аналіз, є публікація А. Бхаттачаржі [178], в якій розглядаються компанії Великобританії у період 1965 – 2002 р. Рівень банкрутств компаній і бізнес-цикли пов'язані контрциклічно: при зростанні економіки ймовірність банкрутства зменшується, і навпаки. Проте, для придбання компаній (acquisitions) знайдено проциклічну поведінку. Іншим суттєвим моментом є поведінка кумулятивної ймовірності банкрутства в часі: за розрахунками науковців, існує так званий «ефект навчання» компаній, тобто з віком імовірність банкрутства зменшується, точніше – спостерігається деякий

мінімум, після якого знову відбувається її збільшення.

Заслуговує на увагу дослідження структури капіталу у праці американських учених А. Ховакіміана, А. Кайхай і Ш. Тітмана [179]. Однією з особливостей їхньої публікації є побудова регресії між рейтингом компанії, присвоєним міжнародними рейтинговими агентствами («S&P» і «Moody's»), і традиційним набором детермінант, які часто використовуються й при аналізі левериджу компаній. У результаті науковці виявили, що взаємозв'язок між розміром компанії, наявністю у неї значних необоротних активів та ймовірністю банкрутства є зворотною, тобто чим більша компанія, тим нижче ризик її банкрутства. Крім того, вони переконалися, що у всіх побудованих регресіях компаній негативно пов'язаний з імовірністю банкрутства, що може свідчити про існування деякої фундаментальної ймовірності банкрутства, яка знижується зі зростанням компанії, що підтверджується і в праці А. Бхаттачаржі.

Розглянемо модель ієрархії фінансування («Pecking order theory», POT). Однією з останніх робіт є публікація Б. Атієта [180], яка базується на методиці, запропонованій Л. Шіямом-Сандером і С. Майерсом [181]. У публікації Б. Атієта проаналізовано діяльність 88 французьких компаній, що входять в індекс SBF, за період з 1999 по 2005 рр. За побудованою регресією автор робить висновок, що дивідендні платежі, капітальні витрати, зміна оборотного капіталу й операційного грошового потоку на 81% пояснюють зміну боргового навантаження компаній.

Однак, широко використовувана методика Л. Шіяма-Сандера і С. Майерса не позбавлена певних неточностей. Це доводять у

своїй статті Р. Чірінко і А. Сінгха [182]. Вони стверджують, що графічна інтерпретація даних може поставити під сумнів висунуту гіпотезу, яка реалізовується через побудову регресій. Авторами зроблено ряд зауважень до висновків, отриманих Л. Шіямом– Сандером і С. Майерсом. Так, на думку дослідників, рівняння не враховує зміну порядку вибору джерел фінансування; існують проблеми при обліку власного і позикового капіталу в певній пропорції, тобто при виборі компанією оптимальної боргового навантаження. Отже, реалізація стратегій, закладених у рівняння, що тестують теорії структури капіталу, може бути перевірена графічною інтерпретацією результатів. У зв'язку з цим розширення графічних моделей оптимізації структури капіталу в доступній для огляду перспективі є вкрай необхідним.

Наступним дослідженням, присвяченим аналізу класичних теорій оптимізації левериджу, компромісної та ієрархії фінансування, є праця бразильських фінансистів О. Медейрос і С. Дахер. Незважаючи на те, що вона опублікована досить давно, окремі її висновки не втратили актуальності, особливо стосовно країн, що розвиваються. На основі вибірки з 371 компанії, що котируються на Бразильській фондовій біржі, дослідники знаходять детермінанти боргового навантаження підприємств. Подібно до висновків Б. Атієта вчені схиляються до думки, що отримані результати більш прийнятні для теорії ієрархії. На їхню думку, вкрай важливо враховувати особливості економіки, які впливають на результати на користь тієї чи іншої теорії оптимізації левериджу. Науковці наводяться такі характерні риси: ринок власного і позикового капіталу відіграє вторинну

роль у капіталізації компаній; невелика кількість фірм представлена на біржі, основну частину акцій становлять привілейовані. З позиції теорії фінансів привілейовані акції доречно відносити до змішаних інструментів фінансування, оскільки вони містять як елементи боргу, так і власного капіталу; ставки за кредитами в реальному вираженні досить високі, при цьому доступ до довгострокових кредитів здійснюється через банк із державною участю і субсидованими процентними ставками.

Першою із недавніх публікацій, присвячених аналізу міждержавних відмінностей, є робота Г. Вери і В. Нгансо [184], де проведено порівняльний аналіз дії теорії ієрархії в двох країнах – Канаді та Колумбії. Застосовуючи методику Л. Шіямом-Сандера і С. Майерса, науковці дійшли висновку, що міждержавні відмінності існують: якщо в Канаді теорія працює для всіх компаній, незалежно від їх розміру (малі, середні, великі), то у Колумбії – лише для великих. Дослідники пояснюють цю ситуацію такими причинами: нерозвиненим ринком капіталу, на який немає доступу малим і середнім компаніям, а також спотвореннями у звітності.

У роботі А. Джалала [184] обґрунтовано висновок про те, що компанії розвинених країн меншою мірою залежать від випуску боргових зобов'язань, а це відображає факт нижчого рівня розвитку фінансових ринків країн, що розвиваються.

Останнім часом досить значна кількість робіт публікується в країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Очевидно, це пов'язано зі стрімким зростанням економік, а, отже, із збільшенням активності науковців у пошуках драйверів зростання

компаній. Так, в статті Р. Занга і І. Каназакі [185] здійснено порівняльний аналіз теорії ієрархії і компромісної теорії на основі вибірки з 1325 компаній Японії. Однак отримані результати досить стандартні: за першою запропонованою моделлю науковці роблять висновок, що в разі статичної компромісної теорії леверидж залежить від чотирьох детермінант: рентабельності, частки основних засобів у структурі активів, розміру компанії, а також неборгового «податкового щита». Передбачувано отримано негативне значення кореляції з першим із перерахованих факторів – рентабельністю діяльності. За другою моделлю, яка тестує теорію ієрархії відповідно до рівняння Л. Шіяма-Сандера і С. Майерса, коефіцієнт фінансового дефіциту становить тільки 0,263, що свідчить про невисокий рівень пояснення теорією ієрархії змін левериджу японських компаній.

Дослідження Ж. Чена [186] має на меті виявлення детермінант левериджу в компаніях Китаю. На думку вченого, на прикладі китайських підприємств можливо створити «нову» теорію ієрархії, оскільки переваги компаній у джерелах фінансування відчутної в такому порядку: нерозподілений прибуток, власний капітал, боргові ресурси. Дослідник пов'язує це з перехідним характером китайської економіки, в якій, з одного боку, існують атрибути плану, регламентовані державою, з іншого боку – ринку. Окрім того, в умовах відчутної підтримки певних підприємств державою витрати банкрутства істотно не впливають на діяльність таких компаній отже, компромісна теорія має незначний вплив.

У праці Л. Чена і Ш. Чена [187] розглядається теорія ієрархії на прикладі електронної галузі Тайваню. Вибірку було

сформовано із 305 компаній, і про аналізовано шість змінних: рентабельність, зростання, податки, структура активів, дивіденди і розмір компаній. У результаті науковці дійшли висновку, що істотно впливають на боргове навантаження лише рентабельність, яка вимірюється через ROE (Return on Equity) це показник рентабельності власного капіталу), і ріст компаній, що визначається як процентна зміна чистої виручки.

У роботі К. Хсю і Ч. Хсю [188] аналізуються наступні ключові теорії структури капіталу: компромісна, ієрархії фінансування і відстеження ринку. На думку науковців, компанії Гонконгу і Сінгапуру у своїй фінансовій політиці дотримуються компромісній теорії і теорії ієрархії, в Південній Кореї та Японії – компромісної теорії і лише частково – теорії ієрархії і теорії відстеження ринку. Крім того, дослідники вважають, що найбільш розвинені компанії Азії більшою мірою орієнтуються на компромісну теорію. Науковці роблять висновок: очевидно дана фінансова політика застосовується компаніями для зниження середньозваженої вартості капіталу (WACC). Важко не погодитися з їхніми висновками, оскільки саме компромісна теорія дозволяє побудувати оптимальну структуру капіталу компаній найбільш очевидним графічним способом.

Досить незвичною для стандартного дослідження є робота, проведена Ч. Хсю [189]. Проаналізувавши 3483 компанії США за період 1991–2009 рр., науковець поділив їх на дві категорії: внутрішні та міжнародні. Критерієм віднесення до її чи іншої категорії є обсяг податків компанії, що сплачуються за кордоном: для віднесення до міжнародних цей показник має становити не менше 10%. Дослідник робить висновок, що

поведінка внутрішніх компаній більш відповідає теорії ієрархії. Крім того, виявлено нелінійний зв'язок між чистим випуском боргу і фінансовим дефіцитом як для внутрішніх, так і для міжнародних компаній, що свідчить про більш точне застосування теорії ієрархії при високих рівнях фінансового дефіциту.

Праця С. Серраскьєро і П. Нуньєса [190] також ґрунтується на порівняльному аналізі двох теорій – ієрархії і компромісної. На основі аналізу 39 португальських компаній за 1998–2006 рр. науковці констатують, що, з одного боку, певні рішення компаній відповідають першій теорії, а інші – другій. Однак інформаційна асиметрія має більш істотний вплив, отже, наковці віддаються перевагу теорії ієрархії. У дослідженні виявлено негативний вплив грошових потоків і рентабельності на рівень боргу, і позитивний – розміру компанії, дивідендних платежів і можливостей для зростання, що дозволяє зробити висновок про те, що компанії звертаються до боргових джерел, якщо власних можливостей недостатньо для фінансування високих темпів зростання або виплати дивідендних платежів. Проте ряд висновків відповідає і компромісній теорії: так, у дослідженні виявлено пристосування боргового навантаження до оптимального рівня. Отже, науковці доходять висновку, що складно пояснити зміну леверіджу тільки однією з теорій.

Дослідження Ф. Дуки [191] базується на аналізі ста компаній Румунії, що котируються на біржі Бухареста. Дослідниця поставила за мету перевірити чотири детермінанти леверіджу: частку основних засобів в активах компанії, розмір компанії, ліквідність і рентабельність. У результаті побудови регресії

науковець робить висновок, що тільки дві з них значимі — ліквідність і частка основних засобів в активах. При цьому вона звернула увагу на знаки коефіцієнтів при змінних: перед обома стоять мінуси. Першу змінну можна легко пояснити за допомогою теорії ієрархії: при збільшенні розміру власних оборотних коштів меншою є потреба у використанні позикового капіталу. З другою змінною дещо складніше: частка основних засобів в активах, по суті, відображає потенційну можливість їх використання як застави по кредитах, що призводить до прямої кореляції між детермінантою і левериджем. Однак, на прикладі Румунії дослідниця пов'язує одержаний результат із тим, що компанії з меншим обсягом основних засобів схильні до більшої інформаційної асиметрії, що призводить до збільшення боргового навантаження. З іншого боку, це збільшення важко пояснити: в економіках, що розвиваються, більшість кредитів видають під заставу, а можливість залучення коштів без застави обмежена незначними сумами. Виникає своєрідне «замкнене коло», рішення щодо виходу з якого дослідницею не наводиться.

Нині теорія ієрархії фінансування розвивається з урахуванням різних чинників. Так, австралійськими науковцями [192] запропоновано її модифікацію для малого і середнього бізнесу. Результати їхнього дослідження показали, що для таких компаній ієрархія джерел може бути такою: реінвестування прибутку; короткострокове боргове фінансування (товарний кредит, персональна кредитна карта); довгострокове фінансування (довгострокові позики від існуючих власників, сім'ї, друзів); новий акціонерний капітал від існуючих власників і власників —менеджерів; новий акціонерний капітал від третіх осіб

(венчурні капіталісти, «бізнес-ангели»).

Отже, при аналізі класичної теорії ієрархії також доцільно класифікувати фірми залежно від використовуваних ними фінансових інструментів: очевидно, що для малих і середніх компаній варто розробити власну «теорію ієрархії» з притаманними їй особливостями використання певних інструментів фінансування капіталу.

Більшість іноземних дослідників зазначають, що теорія ієрархії більш прийнятна для великих компаній, ніж малих і швидко зростаючих, а в цілому теорія зіштовхнулася з очевидними суперечностями в поясненні змін у левериджі в останні роки [193, с. 237].

Розглядаючи підходи щодо оптимізації структури капіталу підприємств, які використовуються у вітчизняній практиці, то вони базуються на елементах, які обґрунтовані зарубіжною практикою («податковий щит», леверидж, витрати банкрутства і т.д.), а також урахування особливостей внутрішнього та зовнішнього середовища функціонування суб'єктів господарювання. Окрім цього, необхідно визначити напрями використання у вітчизняній практиці сучасних теоретичних розробок зарубіжних вчених, які нами узагальнено. По-перше, витрати банкрутства доцільно розглядати у якості противаги «податковому щиту» підприємства. Дослідження свідчать, що всі витрати банкрутства можна поділити на прямі та непрямі. Прямі можна оцінити простіше, в середньому складають 2-3% від вартості підприємства до банкрутства, а непрямі оцінити складніше, слід орієнтуватися на значення до 20% від вартості.

По-друге, очевидною є контрциклічність витрат банкрутства.

Зазначимо, що вивчається лише імовірність банкрутства, яка зростає при спаді економічної активності та знижується при зростанні економіки. Якщо прийняти саму величину витрат у якості умовно постійної величини, то при множенні імовірності банкрутства та витрат одержимо контрциклічну поведінку значень підсумкових витрат банкрутства.

По-третє, важливим та практично не дослідженим моментом є співвідношення витрат банкрутства та життєвий цикл підприємства. Дослідження А. Бхаттачаржі переконує, що існує певна функціональна закономірність банкрутства, яка знижується по мірі розвитку підприємства та підвищується на стадіях занепаду. Звідси випливає, що при накладанні витрат банкрутства на макроекономічний і життєвий цикли динаміка цих витрат нелінійна та потребує подальшого вивчення і графічної інтерпретації.

По-четверте, результати досліджень останніх років свідчить, що практична цінність теорії ієрархії знижується. Найбільш переконливим доказами є висновки З. Франка та В. Гойала [194], які побудували графік зміни фінансового дефіциту компаній США за останні 30 років. Фінансовий дефіцит нині більшою мірою пояснюється емісією інструментів власного капіталу, ніж боргових. Підтвердження цього висновку знаходимо у працях Б. Сейферта і Х. Гоненка [195], а також Ж. Чена [196].

По-п'яте, не чітко представлено механізм коректного відображення теорії ієрархії в регресійних моделях. На сьогодні, існує лише одна модель, яка розглядає зміни боргового навантаження залежно від дефіциту фондів компанії, у якій підсумовується дивідендні платежі, капітальні затрати, зміни

оборотного капіталу і віднімається операційний грошовий потік.

Отже, на поточний момент складно спиратися на теорію ієрархії, як на базову модель розвитку теорій оптимізації структури капіталу. Одним із її недоліків є поведінковий характер аналізу прийняття рішень менеджерами, неможливість формалізації оптимального боргового навантаження залежно від макроекономічних умов та стадій розвитку підприємства. У цьому відношенні компромісна модель, якій притаманними є базові передумови для графічної оптимізації левериджу, є більш доцільними. Однак, у нинішніх умовах використовувати лише теорію ієрархії в поясненні податкового навантаження компанії не можна, що дозволяє зробити висновок про те, що лише у комплексному використанні підходів зарубіжних теорій оптимізації структури капіталу та розробок вітчизняних науковців із урахуванням середовища функціонування суб'єктів господарювання можливо розробити дієвий інструментарій щодо максимізації ринкової вартості підприємства, мінімізації середньоринкової вартості капіталу та ризику втрати фінансової стійкості.

4.2. Обґрунтування параметрів структури капіталу молокопереробних підприємств

Формування фінансових ресурсів будь-якого підприємства може здійснюватися ним як власними силами, так і за рахунок позикових коштів. Вважається, що дотримання фінансової

стійкості є першочерговою задачею менеджера. Однак не завжди управління, зорієнтоване на покращення показників фінансової стійкості, є оптимальним.

Як свідчить досвід зарубіжних підприємств, ефективність діяльності підприємства в більшій мірі залежить від обсягів виробництва (наданих послуг) та їхньої частки на ринку. Із огляду на вищезазначене вважаємо, що ризиковість фінансових ресурсів підприємства потрібно оцінювати з огляду на результати проведеного фінансового аналізу оптимальності структури капіталу в сукупності із порівнянням нормативних показників діяльності підприємств даної галузі, ефективності виробництва та розподілу ресурсів, вивченням форм інституційного управління.

З метою визначення підвищення фінансової стійкості підприємства у магістерській роботі нами було використано методику розрахунку внутрішньофірмового інтегрального показника на основі методу лінійних перетворень, що дозволить здійснити процес контролю за фінансовою безпекою. Алгоритм даної методики включає в себе ряд послідовних етапів, а саме:

- 1) визначається система показників, які характеризують фінансову стійкість підприємства;

- 2) кожному показнику надається нормативне значення, яке визначається із урахуванням науково обґрунтованих значень та стратегічних цілей розвитку підприємства;

- 3) використання методу лінійного перетворення застосовано з метою порівняння різних показників, оскільки всі показники фінансової стійкості мають різні нормативні обмеження, їх абсолютні значення не є порівнянними. Для усунення цього

недоліку найчастіше застосовують ранжування, в процесі якого надається суб'єктивна оцінка значенню показника та його динаміки. Ми в даній роботі пропонуємо перетворити початкове значення кожного показника фінансової стійкості, включеного до інтегральної оцінки, до такого вигляду, нормативним обмеженням для якого завжди б була одиниця;

4) за кожним показником розраховується коефіцієнт лінійного перетворення шляхом ділення одиниці на встановлене нормативне значення показника. Застосування лінійного перетворення дозволить отримати похідне значення вихідного показника, для якого норматив завжди б дорівнював одиниці, що математично виглядатиме наступним чином:

$$\text{НП} = \text{П}_{\text{норм}} \times \text{КЛП} = 1 \quad (4.1)$$

де: НП – нормативний похідний показник;

$\text{П}_{\text{норм}}$ – нормативне значення показника;

КЛП – коефіцієнт лінійного перетворення.

5) визначається нормативне похідне значення інтегрального показника фінансової стійкості за наступною формулою:

$$\text{ФС}_{\text{норм}} = \text{П}_{\text{норм}i} \times \text{КЛП}_i \quad (4.2),$$

де: $\text{ФС}_{\text{норм}}$ - нормативний інтегральний показник фінансової стійкості;

$\text{П}_{\text{норм}i}$ – нормативне значення i -го показника, що характеризує фінансову стійкість;

КЛП_i – коефіцієнт лінійного перетворення i -го показника.

6) вираховується фактичне похідне значення показника шляхом множення його фактичного значення на коефіцієнт лінійного перетворення. Розрахунок здійснюється за наступною формулою:

$$\text{П}_{\text{факт}i} = \text{П}_i \times \text{КЛП}_i \quad (4.3),$$

де: $P_{\text{факт } i}$ – фактичний похідний i -й показник;

P_i – фактичне значення i -го показника;

KLP_i – коефіцієнт лінійного перетворення i -го показника.

7) обґрунтовується фактичне значення інтегрального показника фінансової стійкості за такою формулою:

$$FC_{\text{факт}} = P_{\text{факт } i} * KLP_i \quad (4.4),$$

де: $FC_{\text{факт}}$ – фактичний інтегральний показник фінансової стійкості;

$P_{\text{факт } i}$ – фактичне значення i -го показника, що характеризує фінансову стійкість;

KLP_i – коефіцієнт лінійного перетворення i -го показника.

Як приклад, нами проведено розрахунок інтегрального показника фінансової стійкості згідно даних ПАТ «Яготинський маслозавод», (табл. 4.2 та дод. Д).

Наведені у таблиці 4.2 розрахунки дозволяють зробити висновок, що у 2017 році у ПАТ «Яготинський маслозавод» мала місце висока фінансова стійкість, яка відповідала заданому нормативу ($4,91 < 6$).

Протягом 2018–2019 рр. у даному підприємстві спостерігається підвищення фінансової стійкості та його значення значно більше за нормативне ($12,53 > 6$ у 2018 р., $8,62 > 6$ у 2019 р.). Значення розрахованих інтегральних показників свідчать про абсолютно стійкий фінансовий стан досліджуваного підприємства та висока фінансова стійкість.

Таблиця 4.2

**Розрахунок інтегрального показника фінансової стійкості
ПАТ «Яготинський маслозавод», 2017-2019 рр.**

Показник	Нормативне значення показника	Нормативне похідне значення показника	Коефіцієнт лінійного перетворення	2017 р.		2018 р.		2019 р.	
				Фактичне значення показника	Фактичне похідне значення показника	Фактичне значення показника	Фактичне похідне значення	Фактичне значення показника	Фактичне похідне значення показника
Коефіцієнт поточної ліквідності	2	1	0,5	1,27	0,635	2,84	1,42	2,00	1
Коефіцієнт швидкої ліквідності	0,7	1	1,43	0,92	1,31	2,23	3,19	1,60	2,29
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,2	1	5	0,07	0,35	0,08	0,4	0,13	0,65
Коефіцієнт автономії	0,5	1	2	0,277	0,554	0,330	0,66	0,336	0,672
Коефіцієнт фінансової залежності	2	1	0,5	0,723	0,36	0,670	0,335	0,664	0,335
Коефіцієнт маневрованості	0,3	1	3,33	0,512	1,70	1,960	6,53	1,104	3,67
Інтегральний	×	6	×	×	4,91	×	12,53	×	8,62

показник фінансової стійкості									
----------------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Джерело: розраховано авторами.

Подібну тенденцію виявлено і у ПАТ «Кагма», для якого 2017 р. характерних є високою фінансовою стійкістю, яка відповідає заданому нормативу ($12,6 > 6$). Водночас, упродовж 2018-2019 рр. спостерігається зниження фінансової стійкості, однак його значення перевищує нормативне ($16,36 > 6$ у 2018 р., $12,07 > 6$ у 2019 р.).

Водночас, у ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат», нами було встановлено зворотню тенденцію. Для даного підприємства у 2017 р. характерним є не високий рівень фінансової стійкості, що не відповідало заданому нормативу ($4,22 < 6$). Упродовж 2018-2019 рр. спостерігається ще зниження фінансової стійкості, та його значення стало значно меншим за нормативне ($2,64 < 6$ у 2018 р.; $- 0,088 < 6$ у 2019 р.), що вимагало відповідних управлінських рішень у сфері менеджменту підприємства щодо оптимізації структури капіталу, підвищенню прибутковості власного капіталу та мінімізації ризику втрати фінансової стійкості.

Розрахункові значення інтегрального показника для ПАТ «Обухівський молочний завод» та ПАТ «ЖЛК-Україна» свідчать про абсолютно стійкий фінансовий стан. Так, у 2019 р. значення цього показника у ПАТ «Обухівський молочний завод» становив 16,03 та ПАТ «ЖЛК-Україна», що перевищував інтегральний показник, це свідчить про високий рівень запасу фінансової стійкості 10,34.

Вважаємо, що використання у практичній діяльності запропонованої нами методики дозволить отримати наступні переваги:

1) різноспрямована динаміка окремих показників не дозволить зробити однозначний висновок щодо тенденцій зміни значень показників фінансової стійкості, а при застосуванні інтегральної оцінки фінансової стійкості можливе уникнення даного недоліку;

2) при впровадженні даної методики стане можливим врахування внутрішніх чинників окремого підприємства, що дозволить врахувати їх у розрахунку індивідуального варіанту інтегрального показника фінансової стійкості, найбільш адекватного специфіці діяльності економічного суб'єкта;

3) на відміну від існуючих методичних підходів, що базуються на ранжуванні окремих показників фінансової стійкості, запропонований підхід не передбачає використання суб'єктивних оцінок, що підвищує достовірність розрахованих значень;

4) вважаємо, що запропонований методичний підхід до розрахунку інтегрального показника дозволить здійснювати поточний моніторинг фінансової стійкості на підприємстві;

5) запропонована методика дасть змогу, враховуючи галузеву специфіку і стратегію розвитку кожного підприємства, розробити внутрішньофірмовий варіант інтегрального показника ефективності діяльності.

Отже, розрахунок інтегрального показника фінансової стійкості дозволяє визначити рівень економічної стійкості, який є у підприємства на момент розрахунку і яким можна скористатися на випадок несприятливих обставин – зменшення обсягів виробництва чи реалізації продукції, а також рівень запасу фінансової стійкості, що характеризує захищеність кредиторів і

постачальників від можливої несплати підприємством коштів за рахунками.

Алгоритм розрахунку оптимальної структури капіталу досліджуваних молокопереробних підприємств доцільно здійснювати у такій послідовності етапів: оцінка вартості залучення власного капіталу; оцінка вартості залучення позиченого капіталу; синтез вартостей власного та позиченого на основі розрахунку середньозваженої вартості капіталу.

Зазначимо, що акцент у традиційних моделях оптимізації левериджу зорієнтований на знаходження статичної оптимальної структури капіталу, однак, за сутністю оптимальну структуру капіталу у цьому випадку можна представити як «фотографію» оптимального левериджу за станом на певну дату.

Однак важливим при розрахунку середньозваженої вартості капіталу є визначення фінансових ресурсів в умовах мінливості фінансового ринку, які можливо залучити для оптимізації левериджу у часі, на основі чого обґрунтувати «гнучку» зміну структури капіталу підприємства, яке буде відповідати оптимальному левериджу, за допомогою окремих інструментів фінансування.

Оцінка власного капіталу передбачає розрахунок теоретичної вартості залучення капіталу потенційних інвесторів із урахуванням ризиків країни та галузі. Для розрахунку традиційно використовуються моделі оцінки фінансових активів, або CAPM-моделі. Класична модель CAPM має наступний вигляд:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \quad (4.5),$$

де: R_e – очікувана ставка дохідності на власний капітал;

R_f – безризикова ставка дохідності;

β – бета-коефіцієнт;

R_m – очікувана дохідність ринкового портфеля.

Ми поділяємо думку професора О.О. Терещенка, який зазначав, що ідеальні, з теоретичної точки зору, моделі (зокрема CAPM) у їх чистому вигляді не мають практичного застосування, оскільки діють лише за досить реструктивних припущень [197]. Основними модифікованими моделями CAPM, які містять додаткові параметри оцінки ризиків, є:

- 1). Модель по Спреду щодо ризику дефолту (локальна модель);
- 2). Модель CAPM Goldman Sachs;
- 3). Модель суверенного ризику дефолту, в якій усі компанії країни однаково підпадають під вплив ризику;
- 4). Модель пропорційного ризику дефолту, в якій ступінь впливу суверенного ризику пропорційна ступеню впливу на нього інших видів ринкового ризику, який вимірюється за допомогою β -коефіцієнта.

Як зазначає автор, на таких деформованих фінансових ринках, як український, мають місце три види процентних ставок: договірні (зазначається в офіційній звітності та в офіційних угодах), фактична та ринкова. Офіційна плата за користування капіталом здебільшого є нижчою за фактичну та ринкову. На основі цього, Терещенко О.О. пропонує класифікувати капітал наступним чином:

- борговий капітал, залучений на ринкових умовах – банківські кредити, залучені за ринковими кондиціями та кошти, залучені на основі публічної емісії облігацій;
- борговий капітал, залучений на неринкових умовах –

банківські кредити, залучені за неринковими кондиціями та кошти, залучені на основі квазі-публічного розміщення облігацій;

– власний капітал, залучений на ринкових умовах – кошти, залучені на основі емісії корпоративних прав на публічних умовах або ж за ринковими кондиціями не публічними компаніями.

Під ринковими умовами залучення капіталу слід розуміти комплекс параметрів, що диктуються ринком – плата за капітал (відсоткова ставка), строки, рівень забезпечення, ризик.

Якщо капітал залучений на ринкових умовах, це означає, що процентна ставка за його користування відповідає ринковій ставці на вкладення з порівняльними строками, рівнем ризику та забезпечення.

Під квазі-публічним розміщенням цінних паперів ми розуміємо випадок емісії акцій чи облігацій, за якого має місце формальне дотримання нормативно-правових вимог, однак, і фактичне (приховане) їх порушення.

Отже, можна припустити, що витрати на борговий капітал, залучений на неринкових умовах в цілому буде нижчим за ринкову процентну ставку для капіталу з подібними параметрами. Це пояснюється тим, що у процес отримання такого капіталу задіяна корупційна або ж кримінальна складова. Прикладом цього можуть бути кредити, отримані пов'язаними особами банку або ж кредити, видані клієнтам з недостатнім розміром кредитного забезпечення чи високим рівнем ймовірності дефолту. На неринкових умовах можуть також залучатися кошти через квазі-публічне або ж не публічне розміщення облігацій, зокрема, товариствами з обмеженою

відповідальністю. Йдеться про де-факто низькі кредитні рейтинги емітентів, незабезпеченість емісії ліквідними активами, переобтяженість поточними зобов'язаннями, відсутність ефективного андеррайтингу, закрите розміщення цінних паперів серед вузького кола учасників та про відверто фіктивні цінні папери. Зазначені проблеми стосуються як неринкового розміщення облігацій, так і емісії акцій.

У разі неринкового розміщення цінних паперів можливими є два сценарії формування ціни капіталу: 1) у відношенні дрібних інвесторів – ціна капіталу штучно занижується: через невиплату дивідендів, відсотків, реструктуризацію заборгованості за облігаціями на не вигідних для їх держателів умовах тощо; 2) у відношенні крупних інвесторів, навпаки, ціна капіталу може перевищувати ринкові значення.

За таких умов існує необхідність в обґрунтуванні інструментарію оцінки величини плати за капітал, що виводиться у тіньовий сектор, а також у розробці рекомендацій щодо детінізації витрат на капітал. За такої ситуації для оцінювання величини тіньового сектора Терещенко О.О. пропонує використовувати різницю між очікуваною ставкою доходності, розрахованою за модифікованою CAPM та рентабельністю інвестованого капіталу, що складатиме наближене значення рівня тіньової плати за інвестиційний капітал. Ставку витрат на інвестиційний капітал рекомендується приймати як середнє значення за відповідний період. По борговому капіталу тіньова ставка відповідатиме різниці між середньорічною ринковою ставкою відсотка та відношення фінансових витрат до суми боргу [198].

Отже, одним із методів кількісного оцінювання структури капіталу й обґрунтування його оптимальної структури є метод витрат на капітал. Згідно з ним оптимальною визначається така структура капіталу, при якій досягається максимальна вартість корпорації на фінансовому ринку при мінімальній ціні капіталу.

Метод середньозваженої вартості капіталу (WACC) полягає у визначенні прибутку від альтернативного розміщення функціонуючого капіталу, або ж бажаної прибутковості кожного із джерел його формування. Розрахунок здійснюється за формулою (3.6), складовими якої є сума добутків часток i -го джерела капіталу у загальному позиченому капіталі на вартість їх залучення:

$$WACC = \sum r_i \times (V_i \div V), \quad (4.6)$$

де: r_i – вартість i -го джерела капіталу;

$(V_i \div V)$ – частка i -го джерела капіталу у загальному залученому капіталі.

При розрахунку середньозваженої вартості позиченого капіталу також враховується ставка оподаткування.

$$WACC = kd \times Wd \times (1 - t) + kp \times Wp + ks \times Ws, \quad (4.7)$$

де: Wd – частка залученого капіталу;

Wp – частка привілейованих акцій;

Ws – частка звичайних акцій;

kd , kp , ks – вартість залучення кожного джерела відповідно;

t – ставка податку на прибуток.

Розрахунок WACC у досліджуваних нами молокопереробних підприємствах було зроблено згідно формули 4.7 (табл. 4.3, дод. К).

Наведені у таблиці 4.3 розрахунки свідчать про те, що значення середньозваженої вартості капіталу ПАТ «Яготинський

маслозавод» у 2019 р. становило 16,01 %, ПрАТ «Кагма» – 16,73 %, ПрАТ«Обухівський молочний завод» – 16,94, ПрАТ «ЖЛК-Україна» – 13,64 %.

Це дозволяє зробити висновок про те, що в умовах ведення діяльності досліджуваних молокопереробних підприємств економічно доцільним буде залучення позикового капіталу за вартістю, яка не буде перевищувати відповідне розрахункове значення середньозваженого показника. Разом з тим, урахування динаміки вартості позикового капіталу на фінансових ринках дозволяє зробити висновок, що висока його вартість зумовлює недоступність для бізнесових структур, що, з одного боку, вимагає реалізації внутрішні

Таблиця 4.3

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу ПАТ «Яготинський маслозавод»

Показники	Роки					
	2011	2012	2013	2017	2018	2019
Власний капітал, тис. грн	67955,0	102150,0	121747,0	146775,0	207520,0	236508,0
Поточні зобов'язання, тис.грн	139370,0	101690,0	149594,0	277394,0	221677,0	260107,0
Довгострокові зобов'язання, тис. грн	61719,0	134706,0	143066,0	105045,0	199260,0	207018,0
Загальна вартість капіталу, тис. грн	269044,0	338546,0	414407,0	529214,0	628457,0	703633,0
Частка власного капіталу, %	25,26	30,17	29,38	27,73	33,02	33,61
Частка короткострокового позиченого капіталу, %	51,80	30,04	36,10	52,42	35,27	36,97
Частка довгострокового позиченого капіталу, %	22,94	39,79	34,52	19,85	31,71	29,42
Частка позиченого капіталу, %	74,74	69,83	70,62	72,27	66,98	66,39
Вартість кредитів для суб'єктів господарювання в національній валюті (за						

даними статистичної звітності банків України), %						
короткострокові	14,20	17,50	13,80	16,20	20,80	17,50
довгострокові	15,80	17,70	18	17,90	21,40	20,40
Вартість строкових депозитів для суб'єктів господарювання у нацвалюті (за даними статистичної звітності банків України), %						
довгострокові	11,50	14,50	14	15,20	17,10	17,40
Значення коефіцієнта β	0,91612	0,91612	0,91612	0,91612	0,91612	0,91612
Безризикова ставка (за даними НБУ), %	9,60	13,66	11,41	15,32	18,77	15,20
Ставка податку на прибуток %	23,00	21,00	19,00	18,00	18,00	18,00
Середньозважена вартість капіталу (WACC за моделлю CAMP), %	11,32	14,07	13,14	14,09	17,27	16,01

Джерело: розрахунки авторів.

резервів щодо підвищення ефективності діяльності, з іншого, використання інструментів державної підтримки по-часткової компенсації процентної ставки за позиками. Незважаючи на те, що розрахункова середньозважена вартість капіталу змінюється у досить вузькому діапазоні, вона залишається одним із ключових факторів цінності бізнесу, виконуючи роль бар'єрної ставки дохідності капіталу. Досягнення мінімального рівня такої бар'єрної ставки збільшує можливості підприємства у плані здійснення ефективних інвестицій та робить його інвестиційну політику більш гнучкою. Таким чином, середньозважену вартість капіталу можна розрахувати за наступною формулою:

$$WACC = (E/V \times (R_f + \beta \times (R_m - R_f))) + ((D/V \times R_d) \times (1 - T)), \quad (4.8)$$

де: E – обсяг власного капіталу;

V – обсяг позиченого капіталу;

V – загальний обсяг капіталу підприємства;

T – ставка податку на прибуток; R_e – вартість власного капіталу, %;

R_d – вартість позиченого капіталу, %.

R_f – безризикова ставка дохідності;

β – бета-коефіцієнт;

R_m – очікувана дохідність ринкового портфеля.

Нами було проведемо розрахунки середньозваженої вартості капіталу за моделлю очікуваної дохідності фінансового активу (табл. 4.4, дод. Л).

Таблиця 4.4

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу ПАТ**«Яготинський маслозавод»**

Показники	Роки					
	2011	2012	2013	2017	2018	2019
Номінальна вартість акцій, грн	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Чистий прибуток (збиток) на одну просту акцію, грн	17,41	94,57	54,20	69,22	167,99	358,50
Ціна акції, грн	27,91	105,07	64,70	79,72	178,49	369,00
Дивіденди на 1 акцію, грн	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	278,33
Співвідношення дивідендів до ціни акції, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	75,43
Очікувана ставка дохідності на власний капітал, %	8,45	9,72	9,07	9,88	11,58	10,63

Джерело: розрахунки авторів.

Проведені у таблиці 4.4 розрахунки свідчать про те, що очікувана ставка дохідності на власний капітал ПАТ «Яготинський маслозавод» у 2019 р. становить 10,63 %, яка на 5,47 в.п. менша від значення попереднього розрахунку. Подібна відміннісна тенденція спостерігається у значеннях показників також і у інших досліджуваних молокопереробних підприємствах.

Саме тому виникає необхідність у роз'ясненні даної ситуації, що склалася. Оскільки основним джерелом позичених коштів є кредити банків, величина даного показника безпосередньо залежить від відсотка – плати за користування кредитом.

Причина суттєвої відмінності результатів обрахунку за методом очікуваної дохідності власного капіталу та за методом WACC, на нашу думку, криється у дисбалансі між ринком цінних паперів та ринком капіталів (тут – банківські кредити): ризик довгострокового інвестування у цінні папери не компенсується прибутковістю акцій, а вартість залучення банківських кредитів знижується внаслідок інфляції національної валюти.

Намагаючись мінімізувати, з часом, втрати від інфляції, банки підвищують плату за користування тим же кредитом, водночас балансова вартість капіталу підприємства зменшується на розмір амортизаційних відрахувань. Отже, відбувається поступове збільшення вартості позикових коштів та зменшення вартості капіталу підприємства. Очевидно, що саме через це відбувається зростання вартості позикового капіталу. Як висновок – у довгостроковій перспективі показник середньозваженої вартості капіталу втрачає свою значимість.

Застосування дохідного підходу для оцінки реальної вартості підприємства має ґрунтуватися на об'єктивних даних про реальний рівень грошових потоків, реальний фінансовий стан, якість менеджменту, стан активів, вплив зовнішніх факторів на діяльність суб'єкта господарювання.

Отже, нами було проведено розрахунки оптимізації структури капіталу відібраних молокопереробних підприємств за критерієм мінімізації її вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного і позиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу (WACC) і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості

підприємства.

Далі нами були проведені розрахунки оптимізації структури капіталу досліджуваних молокопереробних підприємств за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності, який дає можливість розрахунково знайти оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо підприємство в своїх інвестиціях використовує як власні, так і позикові кошти, то рентабельність інвестування власних коштів ще називають ефектом фінансового важеля (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

Варіанти розрахунку оптимізації структури капіталу з використанням механізму фінансового левериджу у ПАТ «Яготинський маслозавод»

Показники	Варіанти структури капіталу					
	I	II	III	IV	V	VI
Загальна сума капіталу, тис. грн.	703633	703633	703633	703633	703633	703633
Частка власного капіталу, %	50	60	70	80	90	100
Частка залученого капіталу, %	50	40	30	20	10	0
Коефіцієнт фінансового левериджу	1,0	0,666667	0,428571	0,25	0,111111	0
Рівень дохідності активів, %	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00
Рівень процентів за кредит, частка одиниці	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Прибуток, тис. грн	126653,94	126653,94	126653,94	126653,94	126653,94	126653,94
Сума відсотків за кредит, тис.грн	56290,64	45032,51	33774,38	22516,26	11258,13	0
Рівень податку на прибуток, частка одиниці	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18

Чистий прибуток, тис.грн	57697,91	66929,57	76161,24	85392,90	94624,56	103856,23
Рентабельність власного капіталу, %	16,4	15,8	15,5	15,2	14,9	14,7

Джерело: розрахунки авторів.

Наведені у таблиці 4.5 розрахунки переконують в тому, що дія ефекту фінансового левириджу має позитивний вплив на максимізацію рівня рентабельності власного капіталу за умови, якщо віддача активів підприємства, або прибутковість господарської діяльності, буде перевищувати вартість позикового капіталу. Так, у варіантних розрахунках структури капіталу нами використано наступні значення показників: рівень рентабельності діяльності ПАТ «Яготинський маслозавод» взято на рівні 2019 р. – 18,0 %; вартість позикового капіталу взято на рівні 16,0 % із урахуванням кон'юнктури, що склалася на ринках позикового капіталу для суб'єктів господарювання за попередні три 3 роки. Отже, для досліджуваного підприємства найвищий рівень віддачі власного капіталу забезпечується за структури капіталу – 50:50 – 16,4 %.

Однак із урахуванням необхідності забезпечення фінансової стійкості та відповідно існуючої практики у формуванні фінансових ресурсів бізнесовими структурами оптимальною є структура 70 % власного капіталу та 30 % позикового капіталу, що забезпечує достатньо високий рівень рентабельності власного капіталу – 15,2 % та мінімізує ризик втрати фінансової стійкості підприємства.

Очевидно, що для досліджуваних молокопереробних підприємств, у яких рівень рентабельності виробничої діяльності є нижчим за вартість позикового капіталу ПрАТ «Кагма», ПрАТ

«Обухівський молочний завод», або збиткові ТОВ «Білоцерківський молочний завод», ПрАТ «ЖЛК-Україна», дія ефекту фінансового левериджу не спрацьовує. Для таких підприємств важливим завданням є оптимізація виробничих та збутових витрат, пошуку напрямів підвищення конкурентоспроможності продукції, що в кінцевому рахунку сприятиме підвищенню ефективності виробництва.

Встановлено, що основним джерелом нарощування позикових фінансових ресурсів досліджуваних молокопереробних підприємств виступають поточні зобов'язання забезпечення. Очевидно, що в умовах посилення фінансової кризи основним джерелом формування позикового капіталу залишаються поточні зобов'язання, у структурі яких буде зростати частка поточна кредиторська заборгованість.

Основними постачальниками запозичених джерел фінансових ресурсів для вітчизняних підприємств традиційно виступають комерційні банки та інші установи, які надають кредити у грошовому еквіваленті, а також постачальники, за допомогою яких залучаються ресурси у матеріальній формі. Залучення ресурсів у фінансовій формі у вигляді різноманітних фінансових інструментів (акцій, облігації, сертифікатів тощо) молокопереробними підприємствами майже не використовуються. Відповідно до цього умови та ефективність використання позичкових коштів є основними критеріями при прийнятті управлінських рішень щодо оптимізації структури капіталу підприємства.

Отже, управління капіталом на підприємстві включає в себе наступні підсистеми:

- управління власним капіталом, які сформовано як із внутрішніх, так й зовнішніх джерел;
- управління залученим капіталом, які залучено із використанням таких внутрішніх джерел як внески учасників, емісія акцій тощо;,,
- управління позиковим (банківський, товарний кредит, емісія облігацій, тощо);
- оптимізація структури капіталу.

Управління капіталом підприємства базується на стратегії та тактиці управління. Стратегія управління капіталом підприємства не повинна суперечити загальній стратегії розвитку, оскільки є її складовою, повинна бути зорієнтованою на покращення основних показників, які характеризують ефективність формування та функціонування капіталу, сприяти підвищенню фінансової стійкості підприємства.

Управління капіталом підприємства передбачає використання двох груп інструментів: зовнішні інструменти представляють собою сукупність певних важелів на макрорівні, які впливають на процеси формування та використання капіталу на макрорівні (державне, нормативно-правове регулювання діяльності підприємств молочного скотарства та молокопереробних, ринку цінних паперів, валютне регулювання; доступність кредитних ресурсів та ін.); внутрішні інструменти управління капіталом, які спрямовані на підвищення ефективності його формування та використання за рахунок оптимізації впливу внутрішніх чинників та резервів (стратегія формування капіталу та фінансова політика, методика вибору оптимального джерела фінансування, система внутрішніх

нормативів за окремими аспектами формування капіталу тощо). Отже, управління капіталом підприємства передбачає пошук та прийняття найбільш раціональних управлінських рішень з метою підвищення ефективності його використання шляхом впливу на величину, структуру та джерела формування капіталу. При цьому механізм управління капіталом підприємства передбачає певні цілі та задачі управління, контроль над їх виконанням; розробку стратегії та тактики управління капіталом; використання сучасних методів та моделей у процесі управління; своєчасний аналіз ефективності використання капіталу; оптимізацію управління капіталом із урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів.

Важливою складовою концепції структури капіталу є фінансове розуміння процесу його управління, що означає вибір вартості підприємства (а не рентабельності) у якості критерію оптимізації. Окрім того, задача оптимізації не буде приведеною до розрахунку набору бухгалтерських коефіцієнтів, оскільки пов'язана із факторами, які складно оцінити: витрати банкрутства, асиметрія інформації, агентські витрати, трансакційні витрати. Ще одним важливим аспектом є вибір між балансовими та ринковими показниками, які характеризують відповідно бухгалтерську та ринкову оцінки капіталу). Вважаємо, що у нинішніх умовах доцільно рекомендувати використання як ринкових, так й балансових, оскільки це сприяє одержанню більш обґрунтованих показників, які можна порівнювати. Разом з тим, у реальних умовах функціонування досліджуваних молокопереробних підприємств менеджери не спираються на яку-небудь концепцію оптимальної структури капіталу при

прийнятті управлінських рішень, а велика увага приділяється поточним та очікуваним ринковим умовам, коригуючи тактику поведінки із урахуванням мінливості зовнішніх умов.

Визначення оптимальної фінансової структури капіталу є однією із найбільш складних проблем фінансового менеджменту молокопереробних підприємств. Встановлено, що управління формуванням та використанням капіталу молокопереробних підприємств зорієнтовано, насамперед, на забезпечення потреб у джерелах фінансування їх господарської діяльності із урахуванням специфіки їх функціонування та динамізму розвитку, а досягнення збалансованості структури джерел фінансування капіталу суб'єктами господарювання можливо досягнути лише на основі критеріїв оптимізації, які відповідають цілям та стратегічним напрямам його розвитку.

Очевидно, що розрахунок середньозваженої вартості капіталу на основі моделі капітальних активів (CAPM) доцільно застосовувати за наявності (у достатньому обсязі) достовірної інформації щодо внутрішньогалузевих показників, в умовах розвиненого фондового ринку та обігу акцій компаній на ринку цінних паперів. У випадку відсутності внутрішньогалузевих показників ефективності, інформації для порівняння компанії, та при оцінці малих підприємств та приватних акціонерних товариств доцільно надавати перевагу моделі кумулятивної побудови норми доходу на вкладений капітал.

У випадку, якщо фондовий ринок є недостатньо розвиненим або акції компанії не мають попиту на ринку цінних паперів, а також відсутності подібної компанії для порівняння, розрахунок ставки дисконтування можливо здійснювати із поєднанням цих

двох методів.

4.3. Формування вартісно-орієнтованої системи управління фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств

Процеси формування фінансових ресурсів молокопереробних підприємств та обґрунтування напрямів удосконалення системи управління ними вимагають урахування особливостей організації фінансових відносин у процесі виробництва, розподілу, обміну та споживання між організаціями-учасниками цих відносин, метою яких є забезпечення ефективного використання фінансових ресурсів та зниження фінансових ризиків.

Однією із головних задач вітчизняних молокопереробних підприємств є забезпечення ефективності функціонування, яка є одним із основних факторів економічного зростання суб'єктів господарювання та національної економіки. Однак ефективність господарської діяльності більшості українських молокопереробних підприємств є недостатньою та характеризується нестабільністю, що зумовлено цілою низкою причин. До їх числа відносять як несприятливі зовнішні фактори впливу (зниження курсу національної валюти, ріст вартості енергоносіїв, нестабільність політичної ситуації та ін.), так й

стримуючі внутрішні фактори, які є характерними для молокопереробних підприємств (висока ресурсомісткість виробництва, використання застарілих технологій, неповне використання виробничих потужностей тощо). За таких умов можливо протистояти несприятливим впливам лише за умови забезпечення ефективного управління капіталом підприємства, що сприятиме досягненню його фінансової стійкості як важливого індикатора, оскільки саме вона забезпечує здатність економічного суб'єкта вести господарську діяльність в довгостроковому періоді. Саме тому виявлення інструментів генерування додаткових внутрішніх джерел та обґрунтування зовнішніх джерел фінансування є одним із актуальних напрямів фінансового менеджменту молокопереробних підприємств.

Аналіз наукових джерел [199-202] дозволило зробити висновок про те, що при управлінні фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств необхідно враховувати галузеві особливості. По-перше, залежність від сільськогосподарських виробників молока, для яких характерною є сезонність виробництва (зростання пропозиції у весняно-літній період та її зниження в осінньо-зимовий), що подовжує тривалість виробничого циклу. Це зумовлює уповільнення оборотності засобів, нерівномірність надходження виручки від реалізації продукції, порівняно високі норми сезонних запасів, значний обсяг незавершеного виробництва. Звідси випливає особливість фінансів переробних підприємств молочної галузі: особливий порядок нормування оборотних засобів, фінансування та кредитування відтворення основних та оборотних активів. Ми поділяємо думку, що стійкий розвиток підприємств галузі в

умовах невизначеності та ризику та досягнення суспільно значимих результатів, які можна виразити абсолютними величинами, можливо на основі збалансованого корпоративного управління фінансовими ресурсами, який базується на основі використання провідних практик.

Характеризуючи особливості фінансового забезпечення, насамперед, необхідно виділити природно-кліматичні та біологічні умови, техніко-економічні. Так, до природно-кліматичних і біологічних слід віднести: диференціація у виробництві сировини та отриманні доходу, відмінність величини собівартості та рентабельності у розрізі видів продукції, що виробляється, вплив погодних умов на виробничу діяльність, а також якість продукції, що формує необхідність створення в молокопереробних організаціях резервні і страхові фонди.

Природний цикл виробництва і зберігання молока визначає кругообіг фінансових ресурсів. Так, необхідність зосередження сукупності ресурсів (матеріальних, фінансових, трудових) може виникати у певні періоди унаслідок чого виникає потреба у додатковому кредитуванні. Техніко-економічні фактори: підвищення рівня використання виробничих потужностей, а також запровадження інноваційних технологій; забезпечення високої якості продукції, що виробляється; контроль цін на матеріали та основні фонди; використання системи стимулювання співробітників.

Окрім цього, серед особливостей функціонування молокопереробних підприємств, на які необхідно звернути увагу, слід виділити наступні: наявність обмеженого обсягу позикового капіталу у підприємства не є негативним аспектом; не ефективне

використання позикового капіталу може відобразитися на погіршенні фінансової стійкості; допустиму частку позикового капіталу необхідно визначати для кожного господарюючого суб'єкта індивідуально.

Як відомо, господарюючий суб'єкт у процесі виробничої та фінансової діяльності спрямовує ресурси на наступне: на забезпечення фінансовими ресурсами процесів діяльності підприємства, для технічного переозброєння, реконструкції, модернізації виробничих потужностей, запровадження нових технологій, просування продукції на цільових сегментах ринку; на фінансування управлінських дій та стимулювання працівників, проведення рекламної політики і т. д.; на розширення виробництва; формування фондів та резервів.

Окрім цього, слід виділити особливості фінансового забезпечення молокопереробних підприємств, які виникають унаслідок зниження обсягів виробництва молочної продукції (недостатні обсяги виробництва якісного молока, сезонність виробництва, скорочення чисельності молочного скота, недостатня держпідтримка сільгоспвиробників і нестача холодильних установок та молокозбиральних пунктів).

Процес управління фінансовими ресурсами здійснюється шляхом впливу суб'єкта управління на об'єкт, шляхом використання різних методів та прийомів. При ефективному управлінні фінансовими ресурсами досягається реалізація у діяльності суб'єкта головної, основної та допоміжної цілей розвитку підприємства.

Важливою складовою ефективного управління структурою капіталу є аналіз результатів фінансової діяльності підприємства.

Однак, як свідчать наукові публікації, серед науковців ведеться дискусія з приводу того, який показник із усієї сукупності більш точно характеризує рівень фінансового стану підприємства. При цьому розглядаються такі показники, як коефіцієнт загальної ліквідності балансу, коефіцієнт фінансової незалежності, рентабельність продаж та рентабельність активів. Зазначимо, що навіть розраховані за даними одного підприємства, ці показники можуть як відповідати нормативам, так й відхилятися від них, тобто змінюватися у різних напрямках, у т.ч., наприклад, показники ліквідності можуть покращуватися, а фінансової стійкості одночасно погіршуватися.

Ми поділяємо думку науковців щодо того, що необхідно забезпечити системний підхід до показників, які характеризують не лише фінансовий стан, але й в цілому ефективність фінансово-господарської діяльності молокопереробних підприємств [203, 204]. Це не означає, що існує узагальнюючий показник, за яким можна сформулювати повну та достовірну уяву про фінансовий стан господарюючого суб'єкта, а, отже, необхідна сукупна оцінка із використанням системи показників фінансового стану.

Вважаємо, що заслуговує на увагу вітчизняної практики збалансована система показників, яку розробили Д. Нортон і Р. Каплан під назвою *Balanced Score card (BSC)*. Особливістю використання BSC є можливість об'єднання в одному аналізі декількох методів, сукупність кількісних та якісних показників, використання як фінансових, так й не фінансових показників для прийняття управлінських рішень в області фінансів молокопереробних підприємств зокрема. З метою вирішення цієї проблеми найбільш об'єктивну інформацію дозволить дати не

просто коефіцієнтний аналіз (тобто розрахунок окремих показників за даними фінансової звітності), але провести аналіз доповнений рейтинговою оцінкою діяльності галузі, її майнового та фінансового стану [206, с. 24]. Новизна підходу Р. Каплана та Д. Нортон полягала у тому, що для оцінки перспектив довгострокового розвитку поряд із традиційними фінансовими показниками у BSC використовується система показників оцінки нематеріальних факторів, таких як задоволення інтересів покупців та акціонерів, організаційна структура бізнес-процесів, кваліфікація та потенціал персоналу та ін.

Узагальнення результатів фінансової діяльності молокопереробних підприємств дозволило встановити, що основною метою діяльності є максимальне одержання прибутку, який є основою задоволення цілей фінансового менеджменту – росту добробуту власників та ринкової вартості, що неможливо досягнути без ефективного збалансованого управління. Зазначимо, що в умовах збалансованого управління важливо забезпечити поєднання фінансових показників, обсягів виручки та прибутку підприємства із показниками, які пов'язані із взаємовідносинами із клієнтами, удосконаленням бізнес-процесів, конкуренцією, політикою держави.

Основними складовими збалансованого управління молокопереробних підприємств є: принципи – економічна та юридична самостійність, відповідальність та матеріальна зацікавленість, забезпеченість ризиків фінансовими резервами; критичні фактори успіху – систематичний моніторинг змін державного регулювання виробництва молока та молочної продукції; використання у виробничому процесі інноваційного

технологічного обладнання, що зумовлено посиленням конкуренції на внутрішньому ринку та необхідністю впровадження інновацій з метою забезпечення конкурентоспроможності продукції; вивчення діючого законодавства та використання можливостей щодо пільг в оподаткуванні з метою вивільнення фінансових коштів для розвитку виробництва; показники результативності збалансованого управління – фінансові та нефінансові показники розвитку молокопереробного підприємства.

Нами узагальнено складові системи збалансованого управління фінансовими ресурсами, які базуються на результатах аналізу тенденцій розвитку ринку молока та молочної продукції, а також фінансового стану молокопереробних підприємств представлено на рис. 4.1





**Рис. 4.1.Складові системи управління фінансовими ресурсами
молокопереробних підприємств**

Джерело: розроблено автором за джерелами [206-208].

Отже, збалансоване управління фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств – це сукупність цілеспрямованих дій суб'єкта управління (власників, менеджменту підприємства, керуючого фінансовою діяльністю) на об'єкти управління (операційна, фінансова та інвестиційна діяльності) з метою досягнення головної, основних та допоміжних стратегічних цілей розвитку на основі використання збалансованої системи показників. Вважаємо, що у нинішніх умовах менеджменту молокопереробних підприємств доцільно контролювати не лише основні фінансові показники (рентабельність, фінансова стійкість та ін.), але й різні нефінансові показники, що характеризують взаємовідносини із стейкхолдерами.

Відомо, що основним завданням управління корпоративними фінансами у нинішніх умовах є забезпечення вартісно-орієнтованого підходу, який дозволяє врахувати динамічний розвиток середовища функціонування суб'єктів господарювання.

Вважаємо, що обґрунтованим є підхід Грапко Н.М., яка у якості вартісного показника пропонує використовувати показник економічної доданої вартості (рис. 4.2).

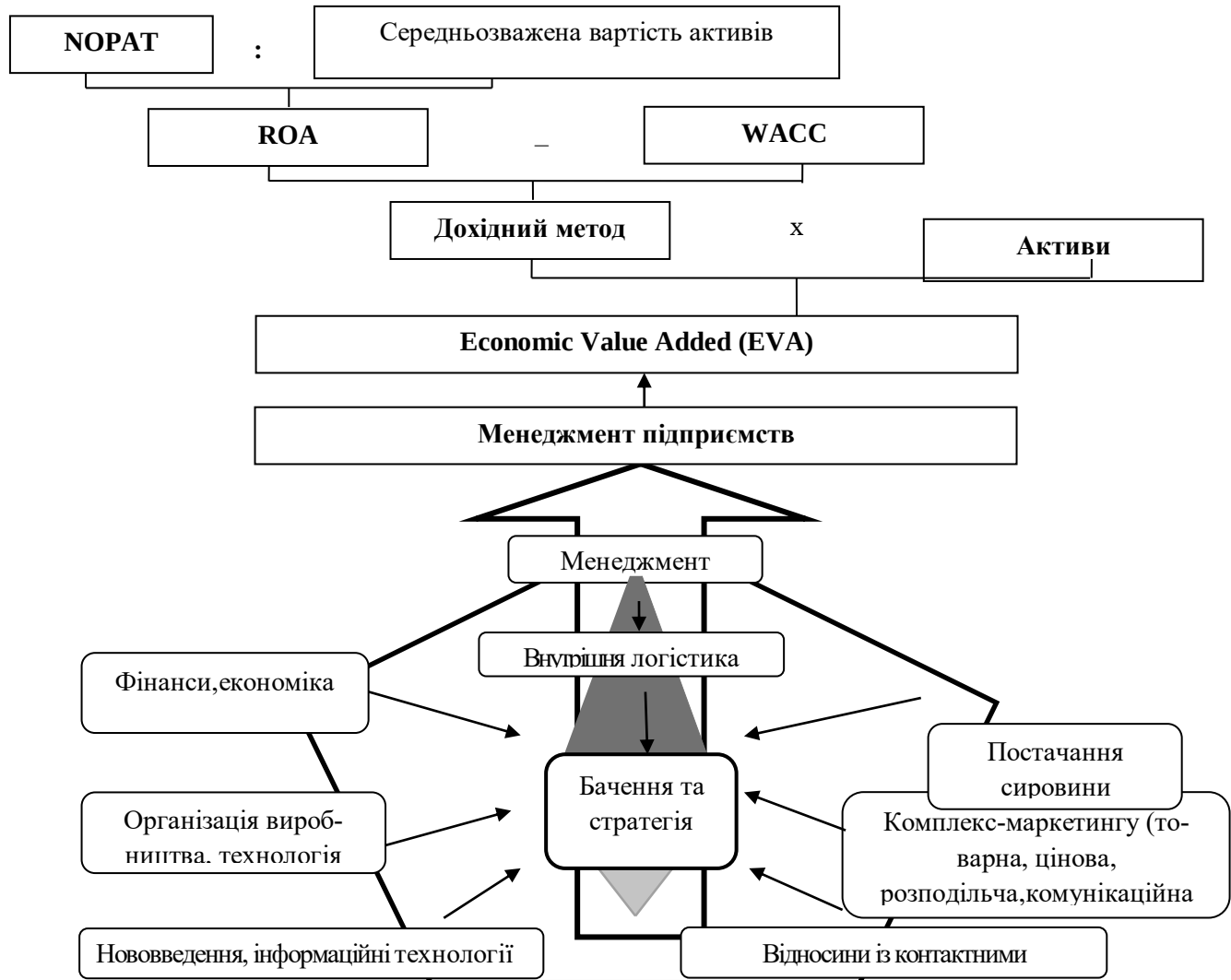


Рис. 4.5. Інтерпретація організаційної структури та вартісно-орієнтованої стратегії компанії на показник EVA

Джерело: розроблено авторами за джерелом [209].

Водночас, серед стримуючих чинників застосування системи моніторингу створення вартості підприємств у вітчизняних умовах, доцільно виділити наступні: труднощі кількісної та якісної

ідентифікації факторів впливу на зростання вартості компанії; високий рівень кореляції вартісних параметрів компанії: показників вартості позиченого капіталу, ринкової капіталізації та ін.; низькому рівні розвитку вітчизняних ринків капіталу.

Оскільки головною метою підприємства є зростання капіталу власників (власного капіталу), який дорівнює сумі активів, що залишаються у власності акціонерів після погашення всіх його зобов'язань, саме цю мету дозволяє досягнути критерій економічної доданої вартості або приросту акціонерного капіталу EVA. Зазначимо, що економічна сутність цього показника зводиться до співставлення вартості капіталу, який використовується підприємством, із віддачею (прибутковістю) цього капіталу. Очевидно, що різниця ($ROCE - WACC$) повинна бути позитивною, помноживши яку на величину капіталу, що використовується, дозволяє розрахувати показник (EVA), або приріст акціонерної вартості.

Проведемо розрахунки значення економічної доданої вартості на прикладі ПАТ «Яготинський маслозавод» (табл. 4.8).

Наведені розрахунки таблиці 4.8 свідчать, що запропонований підхід до управління ринковою вартістю підприємства дозволяє без трудомістких розрахунків визначити величину економічної доданої вартості, а також чинників, які зумовлюють зміни її значень. Отже, за період аналізу ПАТ «Яготинський маслозавод» забезпечує формування економічної доданої вартості за рахунок зростання величини чистого прибутку, темпи зростання якої, перевищують темпи росту середньозваженої вартості активів.

Таблиця 4.8

Розрахунок економічної доданої вартості підприємства**ПАТ «Яготинський маслозавод»**

Показники	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. до 2017 р., у %
Чистий операційний прибуток (NOPAT), тис. грн	25028	60745	129631	518,0
Середньозважена вартість активів, тис. грн	489125,5	578835,5	666045	136,2
Рентабельність активів, %	5,1	9,7	19,5	+12,4
Середньозважена вартість капіталу, %	9,88	11,58	10,63	+0,75
Величина різниці між рентабельністю активів та середньозваженою вартістю капіталу, %	-4,78	1,88	8,87	+13,68
Обсяг активів підприємства, тис. грн	529214	628457	703633	133,0
Економічна додана вартість, тис. грн	-	11815,0	766045,2	-

Джерело: розрахунки авторів.

Зростання значення показника EVA свідчить про зростання власності підприємства, а його зниження та від'ємне значення свідчить про серйозні проблеми і потребує оперативних управлінських рішень щодо виправлення ситуації. Інтегрований за своїм характером показник EVA найбільш показово

характеризує ефективність фінансово-господарської діяльності та має очевидні переваги порівняно з сумою прибутку, рентабельністю, темпами зростання чистого прибутку в розрахунку на одну акцію тощо. Запропонований провідною зарубіжною практикою підхід доводить необхідність дослідження структури підприємства загалом, з урахуванням усіх зовнішніх факторів і внутрішніх використовуваних ресурсів, видів продукції, методів їх виробництва і продажу з позицій оцінки вартості підприємства (бізнесу). Для забезпечення зростання вартості бізнесу його функціонування повинно базуватися на оптимальному поєднанні обсягів продажів, одержуваного прибутку і фінансових ресурсів, що значною мірою визначається макроекономічними та галузевими факторами, тобто зовнішнім середовищем діяльності підприємства.. Показник EVA доцільно застосовувати і з прогностною метою або для потреб стратегічного планування як різниця між прогнозованою прибутковістю та середньозваженою ціною капіталу, що використовується підприємством.

Запровадження складових збалансованої системи управління фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств сприятиме інформаційній відкритості та прозорості оприлюдненої інформації (за умови збереження комерційної таємниці) у розумінні користувача фінансовою інформацією, а також є свідченням позитивного впливу корпоративного управління на вартісні показники підприємства. Отже, за такого підходу буде забезпечено здійснення управління двома групами учасників фінансових відносин: зовнішніх (фінансові

посередники, інвестори, кредитори, рейтингові агентства); внутрішніх (управлінський персонал, колектив молокопереробного підприємства).

Висвітлення результатів діяльності молокопереробного підприємства, що базується на принципах вартісно-орієнтованого управління, являє собою систему заходів зорієнтованих на здійснення інформаційного забезпечення учасників ринку капіталів та є основою для прийняття ним обґрунтованих фінансово-інвестиційних рішень. Така модель інформаційного забезпечення є повноцінним елементом корпоративної системи управління фінансово-економічною діяльністю суб'єкта та у ширшому значенні являється одним із елементів єдиного інформаційного поля даних про діяльність суб'єктів господарювання.

Отже, основними критеріями оцінки функціонування збалансованої системи управління молокопереробним підприємством мають стати наступні: показник BSC, класичний аналітичний показник, бухгалтерська звітність, показник загальної ефективності у складі економічної доданої вартості (ROIC, WACC).

Відповідно до рівня застосування їх можна класифікувати за наступними категоріями: індивідуальні (показники BSC та похідні); оцінка роботи підрозділів (показники економічної та виробничої ефективності в т.ч. BSC); взаємодія між підрозділами (оборотність капіталу, рентабельність продажів тощо); компанія загалом (EVA, бухгалтерська звітність, аналітичні показники).

Отже, найбільш поширеними і придатними для дослідження у контексті оптимізації структури капіталу постають дві теорії: компромісна і теорія ієрархії джерел фінансування. Водночас, компромісні моделі не призначені для точного визначення оптимальної структури капіталу підприємства, однак припускає, що для власників з позиції ризиків найвигідніше ранжувати джерела фінансування наступним чином: нерозподілений прибуток; боргові джерела; інструменти власного капіталу, акції.

Доведено, що лише у комплексному використанні підходів зарубіжних теорій оптимізації структури капіталу та розробок вітчизняних науковців із урахуванням середовища функціонування суб'єктів господарювання можливо розробити дієвий інструментарій щодо максимізації ринкової вартості підприємства, мінімізації середньоринкової вартості капіталу та ризику втрати фінансової стійкості.

Запропоновано розрахунок інтегрального показника фінансової стійкості, який дозволяє визначити рівень запасу фінансової стійкості. Вважаємо, що запропонований методичний підхід дасть змогу, враховуючи галузеву специфіку і стратегію розвитку кожного підприємства, розробити внутрішньофірмовий варіант інтегрального показника ефективності діяльності, дозволить здійснювати поточний моніторинг фінансової стійкості на підприємстві.

Одним із методів кількісного оцінювання структури капіталу й обґрунтування його оптимальної структури є метод витрат на капітал. Незважаючи на те, що розрахункова середньозважена вартість капіталу змінюється у досить вузькому діапазоні, вона

залишається одним із ключових факторів цінності бізнесу, виконуючи роль бар'єрної ставки дохідності капіталу. Досягнення мінімального рівня такої бар'єрної ставки збільшує можливості підприємства у плані здійснення ефективних інвестицій та робить його інвестиційну політику більш гнучкою.

Визначення оптимальної фінансової структури капіталу є однією із найбільш складних проблем фінансового менеджменту молокопереробних підприємств. Встановлено, що управління формуванням та використанням капіталу молокопереробних підприємств зорієнтовано, насамперед, на забезпечення потреб у джерелах фінансування їх господарської діяльності із урахуванням специфіки їх функціонування та динамізму розвитку, а досягнення збалансованості структури джерел фінансування капіталу суб'єктами господарювання можливо досягнути лише на основі критеріїв оптимізації, які відповідають цілям та стратегічним напрямам його розвитку.

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу на основі моделі капітальних активів (CAPM) доцільно застосовувати за наявності (у достатньому обсязі) достовірної інформації щодо внутрішньогалузевих показників, в умовах розвиненого фондового ринку та обігу акцій компаній на ринку цінних паперів. У випадку відсутності внутрішньогалузевих показників ефективності, інформації для порівняння компанії, та при оцінці малих підприємств та приватних акціонерних товариств доцільно надавати перевагу моделі кумулятивної побудови норми доходу на вкладений капітал.

Обґрунтовано необхідність запровадження збалансованого

вартісно-орієнтованого управління фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств, яке включає сукупність цілеспрямованих дій суб'єкта управління (власників, менеджменту підприємства, керуючого фінансовою діяльністю) на об'єкти управління (операційна, фінансова та інвестиційна діяльності) з метою досягнення стратегічних цілей розвитку. Вважаємо, що у нинішніх умовах менеджменту молокопереробних підприємств доцільно контролювати не лише основні фінансові показники (рентабельність, фінансова стійкість та ін.), але й різні нефінансові показники, що характеризують взаємовідносини із стейкхолдерами. Основними критеріями оцінки функціонування збалансованої системи управління молокопереробним підприємством мають стати наступні: показник BSC, класичний аналітичний показник, бухгалтерська звітність, показник загальної ефективності у складі економічної доданої вартості (ROIC, WACC).

ВИСНОВКИ

У монографії здійснено теоретичне узагальнення та обґрунтовано практичні рекомендації щодо формування системи управління капіталом молокопереробних підприємств. Основні наукові та прикладні результати, а також рекомендації щодо їх використання, полягають у наступному:

1. Узагальнення праць вітчизняних та зарубіжних науковців, яке дозволило встановити, що під капіталом слід вважати накопичені економічні блага в різних формах, які при їх залученні у виробничий процес можуть нарощуватися або зберігати свою цінність і бути носієм чинника ризику, об'єктом тимчасової переваги, інвестиційним ресурсом тощо. Капітал підприємства формується за рахунок вкладення фінансових ресурсів (власних і позикових засобів) з метою їх нарощення у перспективі із зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування та розподіляється на матеріальні й нематеріальні активи, які створюють дохід, беручи участь у різних виробничих процесах;

2. Доведено, що не існує єдиних принципів щодо формування оптимальної структури капіталу підприємства через вплив численних факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, а також сучасної практики управління капіталом підприємства. Вивчення існуючих підходів до формування структури капіталу дозволили нам виявити їх загальні недоліки, що обмежує їх використання на практиці, а їх використання у процесі моделювання стратегії поведінки підприємства на ринку капіталу

можливо лише із урахуванням цілого ряду обмежень;

3. Встановлено, що критеріями оцінки ефективності управління капіталом є фінансова стійкість, ліквідність та платоспроможність, а ефективності використання капіталу підприємства доцільно використовувати показники динаміки складу та структури його активів, ділової активності а також руху й ефективності використання основних засобів. З метою визначення ефективності використання фінансових ресурсів підприємства доцільно використовувати такі методичні підходи: дюпонівська система інтегрального аналізу ефективності використання фінансових ресурсів підприємства; система SWOT-аналізу; об'єктно-орієнтована система аналізу використання фінансових ресурсів підприємства.

4. Встановлено, що зарубіжні дослідники довели зниження процентної ставки за позиковими коштами при їх залученні на більш пізніх стадіях життєвого циклу. При цьому аргументація вчених щодо величини зниження є різною, проте основною причиною слід вважати створення репутації компанії шляхом залучення та своєчасного погашення кредитів і нарахованих відсотків, а також накопичення в процесі своєї діяльності заставного майна. Приймаючи рівень ставки з податку на прибуток в якості константи, отримаємо, що на стадіях росту та зрілості процентна ставка по кредитах є мінімальною, а «податковий щит» мінімальний у відносному вираженні. Однак, беручи до уваги і той факт, що на стадії росту виявлена більш висока рентабельність і обсяг діяльності компаній більше в кілька разів, в абсолютному вираженні економія від «податкового щита»

на даній стадії життєвого циклу повинна бути вищою.

5. Виявлено в більшості досліджень, що зміна боргового навантаження підприємств протягом життєвого циклу відповідно до теорії ієрархії має такий вигляд: («високий - низький - високий борг»). Однак, до кінця не уточнено механізм прийняття рішень компаніями зі зміни леверіджу протягом життєвого циклу. Так, на теоретичному рівні згідно роботі А. Езехі і Ф. Ботха можливо виділити лише аргументи як на користь збільшення, так і зниження боргового навантаження. В емпіричних роботах, за побудованими рівняннями регресії можливо зробити висновок, що залежність між віком і леверіджем компаній в більшості робіт є негативною. Якщо ж взяти до уваги і й ті наукові праці, які відокремлено розглядають стадії життєвого циклу, то в більшості з них також виявлена негативна залежність: по мірі просування до стадій росту і зрілості боргове навантаження компаній знижується. Отже, можна зробити висновок про те, що патерн поведінки леверіджу відповідно до теорії ієрархії підтримується в більшості робіт. Альтернативні варіанти залежності між леверіджем і стадіями життєвого циклу, по суті, є «варіаціями» теорії ієрархії.

6. Результати аналізу досліджень щодо зв'язку між макроекономічними циклами і леверіджем показує, що можна чітко виділити дві групи досліджень: в перших виявлено проциклічну зміну боргового навантаження (тобто зростання леверіджу в періоди макроекономічних підйомів), в інших – контрциклічну. Очевидно, що в переважній більшості досліджень виявлено проциклічна зміна леверіджу компаніями, що свідчить

про більш високі ризики компаній в періоди рецесій, а також вигоди від використання боргу вище в періоди підйомів економіки. Отже, вигідніше залучати боргові джерела на стадіях макроекономічних підйомів, що і виявлено в більшості досліджень. Водночас, введення або існування законодавчих обмежень призводить до зменшення боргового навантаження підприємств, а очевидна, на перший погляд, пряма кореляція між леверіджем компаній і ступенем розвиненості банківської системи не підтверджується, що свідчить про існування альтернатив залучення коштів на фондових площадках.

7. Розраховано, що більше 80% у структурі капіталу займають власні джерела фінансування у двох досліджуваних підприємств – ПАТ «Кагма» та ПАТ «Обухівський молочний завод». ПАТ «Яготинський маслозавод» має власного капіталу у загальній структурі частку, що коливається близько 30%, ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» за 2018-2019 рр. мають від’ємне значення власного капіталу наслідок наявності непокритого збитку. Одним із напрямів нарощення власного капіталу досліджуваних молокопереробних підприємств повинно стати підвищення прибутковості їх виробничої діяльності;

8. Встановлено, що жодне з досліджуваних підприємств не має довгострокових та поточних фінансових інвестицій у структурі капіталу, упродовж періоду аналізу мають негативне значення показника поточної неплатоспроможності (крім ПАТ «Обухівський молочний завод» у 2019 р.). Визначено, що для ПАТ «Кагма» коефіцієнт втрати платоспроможності становить

2,353, для ПАТ «Обухівський молочний завод» 2,599, для ПАТ «Яготинський маслозавод» 1,094, що означає реальну можливість підприємства не втратити платоспроможність. Для ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» не мають реальної можливості відновити свою платоспроможність у зазначений термін, оскільки для ПАТ «ЖЛК-Україна» показник становить -0,610, а для ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» - 0,017;

9. Визначено, що найвищий рівень фінансової стабільності має ПАТ «Обухівський молочний завод», у якого припадає від 7,23 до 9,37 грн. власного капіталу на 1 грн позиченого, для порівняння у ПАТ «Кагма» цей показник становить від 6,03 до 4,96 грн, у ПАТ «Яготинський маслозавод» - від 0,38-0,51 грн. за 2017-2019 рр., що пояснюється тим, що в структурі зовнішніх джерел фінансування більшу питому вагу займають поточні зобов'язання, або ж вони їх повністю і формують. Відсутність довгострокових позикових джерел дає можливість утримувати та підвищувати фінансову стійкість підприємств.

10. Доведено, що ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод», ПАТ «Яготинський маслозавод» мають абсолютну стійкість фінансового стану, характеризуються прибутковістю господарської діяльності та відсутністю порушень фінансової дисципліни. Водночас, ПАТ «ЖЛК-Україна» та ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат» мають нестійкий фінансовий стан. Стійкість фінансового стану підприємств може бути відновлена шляхом прискорення оборотності оборотних активів; дотримання залишків запасів відповідно до визначених

нормативів, реалізації товарно-матеріальних цінностей, які не використовуються у виробництві; оптимізації структури зовнішніх та внутрішніх джерел фінансування підприємств.

11. Обґрунтовано, що підходи щодо оптимізації структури капіталу підприємств, які використовуються у вітчизняній практиці, то вони базуються на елементах, які обґрунтовані зарубіжною практикою («податковий щит», леверидж, витрати банкрутства і т.д.). Очевидно, що лише у комплексному використанні підходів зарубіжних теорій оптимізації структури капіталу та розробок вітчизняних науковців із урахуванням середовища функціонування суб'єктів господарювання можливо розробити дієвий інструментарій щодо максимізації ринкової вартості підприємства, мінімізації середньоринкової вартості капіталу та ризику втрати фінансової стійкості. Так, на основі урахування необхідності забезпечення фінансової стійкості та відповідно існуючої практики у формуванні фінансових ресурсів для ПАТ «Яготинський маслозавод» оптимальною є структура 70 % власного капіталу та 30 % позикового капіталу, що забезпечує достатньо високий рівень рентабельності власного капіталу – 15,2 % та мінімізує ризик втрати фінансової стійкості підприємства.

12. Встановлено, що розрахунок середньозваженої вартості капіталу на основі моделі капітальних активів (САРМ) доцільно застосовувати за наявності (у достатньому обсязі) достовірної інформації щодо внутрішньогалузевих показників, в умовах розвиненого фондового ринку та обігу акцій компаній на ринку цінних паперів. У випадку відсутності внутрішньогалузевих показників ефективності, інформації для порівняння компанії, та

при оцінці малих підприємств та приватних акціонерних товариств доцільно надавати перевагу моделі кумулятивної побудови норми доходу на вкладений капітал. Якщо фондовий ринок є не розвиненим або акції компанії не мають попиту на ринку цінних паперів, а також відсутності подібної компанії для порівняння, розрахунок ставки дисконтування можливо здійснювати на основі поєднанням цих двох методів;

13. Визначено, що одним із підходів до управління капіталом молокопереробних підприємств є збалансоване управління як сукупність цілеспрямованих дій суб'єкта управління на об'єкти управління з метою досягнення головної, основних та допоміжних стратегічних цілей розвитку. Основними критеріями оцінки функціонування збалансованої системи управління молокопереробним підприємством мають стати наступні: чистий операційний прибуток (NOPAT); середньозважена вартість активів; рентабельність активів; середньозважена вартість капіталу; величина різниці між рентабельністю активів та середньозваженою вартістю капіталу; обсяг активів підприємства; економічна додана вартість.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Агапова И.И. История экономической мысли [Электронный ресурс]: курс лекций. – М.: Ассоциация авторов и издателей “ТАНДЕМ”. Издательство ЭКМОС, 1998. – 248 с.
2. Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на западе и терпит поражение во всем остальном мире / Эрнандо де Сото; [пер. с англ.]. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2004. – С. 47-48.
3. Серия «Банковское дело»: в 5 т. Деньги, кредит, банки:учебник / Под ред. Ю.А. Ровенского, Г.А. Бунич. – М.: Проспект, 2019. – Т. 1. – 323 с.
4. Кенэ Ф. Физиократы. Избранные экономические произведения / Ф. Кенэ, А.Р.Ж. Тюрго, П.С. Дюпон де Немур; [предисл. с франц., англ., нем.].– М.: Эксмо, 2008. – 1200 с.
5. Мазурок П.П. Історія економічних вчень у запитаннях і відповідях: навч. посіб. 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2006. – 54 с.
6. Юхименко П.І., Леоненко П.М. Історія економічних вчень: навч. посіб. 3-тє вид., випр. – К.: Знання-Прес, 2002. – 514 с.
7. Каменецкий В.А., Патрикеев В.П. Капитал (от простого к сложному). – М.: ЗАО “Издательство “Экономика”, 2006. – 32 с.
8. Бем-Баверк Ойген фон. Избранные труды о ценности, проценте и капитале. [предисл. Й.А. Шумпетер; пер. с нем. Л.И.Форберта, А.Санина; пер. с англ. Н.В. Автономовой; пер. с лат. А.А. Россиуса]. – М.: Эксмо, 2009. – 912 с.

9. Блауг М. Економічна теорія в ретроспективі [пер. з англ. І. Дзюб]. – К.: Вид-во Соломії Павличко “Основи”, 2001. – 494 с.
10. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости процента и денег. – URL: <http://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf>
11. Потапова И.С. История экономических учений: учебное пособие. – М.: МГИУ, 2000. – 233 с. – URL: <http://www.all-ebooks.com>
12. Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество [пер. с англ.]. – М.: АСТ, 2004. – С. 82–99, 422–452, 538– 551.
13. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М., 1982. – 400 с.
14. Фридмен М. Основы монетаризма / под науч. ред. Д.А. Козлова. – М.: ТЕИС, 2002. – С.40-43.
15. Черкасова А. О. Управління капіталом акціонерного товариства: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08. – К., 2012. – 16 с.
16. Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. Как управлять капиталом?.– М.: Финансы и статистика, 1995. – 384 с.
17. Русак Н.А., Русак В.А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования: спр. пособие. – Минск: Вышэйш. шк., 1997. – 309 с.
18. Селезнев В.В. Основы рыночной экономики Украины: учеб. пос. – 2-е изд., доп. и перераб. – К.: А.С.К., 2002. – 656 с.
19. Моисеева Н.К., Карпунин М.Г. Основы теории и практики функционально-стоимостного анализа: учеб.пос. – М.: Высш. шк., 1988. – 192 с.
20. Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы. – Спб.: «Питер», 2002. – 298 с.
21. Бланк И. А. Управление формированием капитала. – К.: «Ника-Центр». – 2000. – 512 с.
22. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навч. посібник. – К.: КНЕУ. 2003. – 554 с.

23. Boemle M. Unternehmensfinanzierung. –12 Aufl. VerlagSKVZuerich, 1998.– P. 33.
24. Гроші та кредит: підручник / За заг. ред. М. І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2001. – С. 13.
25. Schmalenbach E. Kapital, Kredit und Zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung. 4. Aufl., Koeln/Opladen 1961. – P. 31.
26. Сопко В. Бухгалтерський облік: навч. посіб. – 3-тє вид. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 185.
27. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 5 «Звіт про власний капітал»: наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.
28. Стельмахук Ю.А. Сутнісний аналіз капіталу в контексті управління ефективністю його використання та відтворення. *Інноваційна економіка*. 2011. – № 6. – С. 79 – 83.
29. Бобяк А.П. Бухгалтерський облік капіталу підприємства різних організаційно-правових форм: автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.09. К., 2011. – 27 с.
30. Бутко А.Д., Пташник А.М. Щодо питання управління власним капіталом підприємства. *Науковий вісник НЛТУ України*. – 2010. – Вип. 2. – С. 310–314.
31. Єпіфанова І. Ю. Аналіз відтворення і використання основних засобів підприємств Вінниччини. *Економічний простір*. – 2012. – №58. – С. 172 – 177.
32. Швидка О.П. Елементи оборотного капіталу підприємства та їх взаємозв'язок. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки*. – Черкаси: ЧДТУ. – 2008. – Вип.19. Ч.І. – С. 244-248.

33. Дороніна М.С. Управління рухом оборотного капіталу підприємства: монографія / М.С. Дороніна, Л.С. Мартюшева, Д.А. Горовий. – Харків: ХНАДУ, 2009. – 196 с.
34. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2007. – 440 с.
35. Куц Л.Л. Капітал підприємства: формування та використання. *Курс лекцій*. – Тернопіль: Інфотехцентр, 2010. – 130 с.
36. Ковалев В.В. Управление финансовой структурой фирмы: учебн.-практ. пособие. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2008. – 256 с.
37. Круш П. В., Клименко О. В. Капітал, основні та оборотні засоби підприємства: навч. посіб. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 328 с.
38. Філімоненков О.С. Фінанси підприємства: Навч. посіб. 2-ге вид., переробл. і допов. – К.: МАУП, 2009. – 328 с.
39. Кадацька А.М. Власний капітал сільськогосподарських підприємств, його значення та структура. *Глобальні та національні проблеми економіки*. Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського. – Вип. 8. – 2018. – С.1122-1125.
40. Кірносорова Т. О., Коляда Н. О. Система управління власним капіталом підприємства. *Вісник Сум ДУ. Серія «економіка»*, 2010. – № 1. – Том 2. – С. 58-63.
41. Рудницька М. О. Система управління капіталом підприємства. *Науковий вісник НЛТУ України*. – 2010. – Вип. 20.10. – С. 257 – 261.
42. Шевчук Н. Капітал підприємства: формування та ефективність функціонування. *Ринок цінних паперів України*. – 2004. – № 5-6. – С. 39-44.
43. Фінансовий менеджмент. Практикум: навч. посіб. / Л.Д. Буряк, М.Д. Білик, О.М. Грицино та ін.; за заг. ред. А. М. Поддєрьогіна. – К. : КНЕУ, 2018. – 335 с.

44. Фінанси підприємств: підручник / Поддєрьогін А.М., Білик М.Д., Буряк Л.Д. та ін./ наук. ред. проф. А.М.Поддєрьогін. – 8-ме вид. перероб. і доп.. – К.: КНЕУ, 2013. – 219 с.

45. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2003. – 554 с.

46. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // *The American Economic Review*. – Jun., 1958. – Volume 48, No. 3. – P. 261-297.

47. Ивашковская И.В. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании. *Управление компанией*. М., 2010. – № 11. – С. 23-35.

48. Сілакова Г. В., Сопіженко О. О. Оптимізація структури капіталу підприємства на основі використання теоретико-ігрового підходу. *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу* № 4 (24), 2013. – С.114–119.

49. Бланк И. А. Финансовый менеджмент: учебный курс. – К.: Ника-Центр, 2008. – 528 с.

50. Коваленко Л.О. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / Л.О. Коваленко, Л.М Ремньова. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Знання, 2005. – 485 с.

51. Мартыянов О.І., Макух Т.О. Оптимізація фінансових ресурсів підприємств України в умовах глобальної фінансової кризи. URL: http://esteticamente.ru/portal/soc_gum/sru/2011_1/index.htm

52. Бичкова Н.В. Оптимізація структури капіталу вітчизняних підприємств у контексті підвищення ефективності фінансової діяльності. *Вісник соціально-економічних досліджень*. – Одеса: Вид-во ОДЕУ, 2013. – №. 1 (48).– С. 16-23.

53. Коробов М. Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств: навч. посіб. – К.: «Знання», КОО, 2000. – 378 с.

54. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review. Jun., 1958. Volume 48, No. 3. Pp. 261-297. URL: http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/3_20140507105115_01.pdf

55. Vegh C., Vuletin G. How is Tax Policy Conducted over the Business Cycle? NBER Working Paper No. 17753. 2012. URL: <http://www.nber.org/papers/w17753>

56. Heider F. Ljungqvist A. As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from Exogenous State Tax Changes. AFA 2013 San Diego Meetings Paper. 2013. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024200

57. Warner J. Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association. The Journal of Finance. 1977. Volume 32, Issue 2. Pp. 337 – 347.

58. LoPucki L.M., Doherty J.W. The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases. Journal of Empirical Legal Studies. 2004. Volume 1, Issue 1. Pp. 111–141. URL: <http://ssrn.com/abstract=419280>

59. Vos E., Webber P. Impact of receivership costs on the optimal capital structure for small businesses. Working paper. URL: <http://www.sbaer.uca.edu/research/icsb/1999/133.pdf>

60. Bisogno M., Luca R. De. Indirect Costs of Bankruptcy: Evidence from Italian SMEs / M. Bisogno, Journal of Accounting and Finance. 2012. Volume 2, Issue 1. Pp. 20–30. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2174358

61. Bhabra G. Yao Y. Is Bankruptcy Costly? Recent Evidence on the Magnitude and Determinants of Indirect Bankruptcy Costs. Journal of Applied Finance & Banking. 2011. Volume 1, No.2. Pp. 39-68. URL: http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%201_2_3.pdf

62. Kageyama N. Bankruptcy Dynamics in Japan: A System Estimation Approach [Электронный ресурс] / N. Kageyama, N. Harada // Proceedings of the 51st Annual Meeting of the ISSS. 2007. URL: <http://journals.iss.org/index.php/proceedings51st/article/viewFile/538/245>

63. Moravec T. The bankruptcy in the Czech Republic - influence of macroeconomic variables. 2013. URL: <http://www.slu.cz/opf/cz/informace/acta-academica-karviniensia/casopisy-aak/aak-rocnik-2013/docs-3-2013/Moravec.pdf>

64. Nordal K., Næs R. The relationship between bankruptcy risk and growth for non-listed firms. Norges Bank Working Paper 2010/31. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1765882

65. Hol S. The influence of the business cycle on bankruptcy probability. Discussion Papers No. 466. 2006. URL: <http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp466.pdf>

66. Bhattacharjee A., Higson C., Holly S., Kattuman P. Macro Economic Instability and Business Exit: Determinants of Failures and Acquisitions of Large UK Firms. Economica. 2009. No. 76. Pp. 108-131. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311240

67. Hovakimian A., Kayhan A., Titman S. Are Corporate Default Probabilities Consistent with the Static Tradeoff Theory? NBER Working Paper 2011. No. 17290. URL: <http://www.nber.org/papers/w17290>

68. Atiyet B.A. The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. Journal of Business Studies Quarterly. 2012. Vol. 4. No. 1. Pp. 1–14. URL: http://jbsq.org/wp-content/uploads/2012/09/JBSQ_Sept2012-1.pdf

69. Shyam-Sunder L., Myers S.C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of Financial Economics. 1999. № 51. Pp. 219–244. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/SM_Testing_JFE.pdf

70. Ramlall I. Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 31. 2009. Pp. 83–92. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1480280

71. Chirinko R.S., Singha A.R. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*. № 58, Issue 3. 2000. Pp. 417-425. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251872

72. De Medeiros O.R., Daher C.E. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure in Brazilian Firms. vWorking paper. 2004. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=631563

73. Vera G., Nganso V. Testing the Pecking Order Theory: Comparative Evidence between two differentiated countries. *Asian Transactions on Basic and Applied Sciences*. November 2012. Volume 02, Issue 05. Pp. 54-58. URL: <http://www.asian-transactions.org/Journals/Vol02Issue05/ATBAS/ATBAS-80222057.pdf>

74. Jalal A.M. The Pecking Order and Marginal Debt Issuance: An International Perspective. Working paper. 2007. URL: <http://ssrn.com/abstract=1006251>

75. Zhang R., Kanazaki Y. Testing static trade off against pecking order models of capital structure in Japanese firms. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2007. Vol. 15, Issue 2. Pp. 24-36. URL: <http://centerforpbbe.rutgers.edu/2007/Papers/153-pecking%20order.pdf>

76. Chen J.J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. 2004. № 57. Pp. 1341–1351. URL: <http://web.cenet.org.cn/upfile/51846.pdf>

77. Chen L., Chen S. How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. Working paper. URL: <http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>

78. Hsu K., Hsu C. Capital structure and financing decision – Evidence from the four Asian Tigers and Japan. African Journal of Business Management. 2011. Vol. 5 (15). Pp. 6527–6540. URL: http://www.academicjournals.org/article/article1380372819_Hsu%20and%20Hsu.pdf

79. Hsu C., Chiang Y., Liao T. L. Testing pecking order behaviour's from the viewpoint of multinational and domestic corporations. Investment Management and Financial Innovations. 2013. Volume 10, Issue 2. URL: http://businessperspectives.org/journals_free/imfi/2013/imfi_en_2013_02cont

80. Serrasqueiro Z., Nunes P. Are trade-off and pecking order theories mutually exclusive in explaining capital structure decisions? African Journal of Business Management. 2010. Vol. 4(11). Pp. 2216-2230. URL: <http://www.academicjournals.org/ajbm/pdf/pdf2010/4Sept/Serrasqueiro%20and%20Nunes.pdf>

81. Duca F. What determines the capital structure of listed firms in Romania. CES Working Papers. URL: http://ceswp.uaic.ro/articles/CESWP2012_IV3a_DUC.pdf

82. Zoppa A., McMahon R.G.P. Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. Working paper. URL: <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>

83. Swinnen S., Voordeckers W., Vandemaele S. Capital structure in smes: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle. Working paper. 2005. URL: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen_paper.pdf

84. Frank M., Goyal V.K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 2003. № 67. Pp. 217–248. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/FG_Testing_JFE.pdf

85. Seifert B., Gonenc H. Pecking Order Behavior in Emerging Markets. Working paper. 2008. URL: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2008-athens/Gonenc.pdf>

86. Cheng M., Tzeng Z. How Does Ownership Structure Effect Capital Structure and Firms Performance? Evidence from Taiwan. *Global Review of Accounting and Finance*. 2011. Vol. 2, No. 2. P. 68. URL: <http://www.globalraf.com/static/documents/September/2011/5.%20Zuwei.pdf>

87. Abor J. Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. AERC Research Paper 176, African Economic Research Consortium, Nairobi. 2008. URL: <http://dspace.africaportal.org/jspui/bitstream/123456789/32100/1/RP176.pdf?1>

88. Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50, No. 5. URL: <http://demo.uib.es/courses/corporatefinance/Teresa/Rajanzingales.pdf>

89. Hall G. Hutchinson P., Michaelas N. Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2004. Volume 31, Issue 5-6. Pp. 711-728.

99. Ezeoha A., Botha F. Firm Age, Collateral Value, And Access To Debt Financing In An Emerging Economy: Evidence From South Africa. *SAJEMS* NS 15. 2012. No.1. P.57. URL: <http://sajems.org/index.php/sajems/article/view/138/140>

100. Frielinghaus A., Mostert B., Firer C. Capital structure and the firm's life stage. *South African Journal of Business Management*. 2005. No. 36(4). P. 13.

101. Pfaffermayr M., Stockl M., Winner H. Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. Working paper. 2009. P. 11. URL: http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Business_Taxation/Docs/Publications/Working_Papers/Series_08/WP0829.pdf
102. La Rocca M., La Rocca T., Cariola A. Small Business Financing. Financial preferences throughout the life cycle of a firm. Working paper. URL: www.researchgate.net
103. Hutchinson P., Hall G., Michaelas N. The Determinants Of Capital Structure For Micro, Small And Medium-Sized Enterprises. Working paper. 1998. URL: <http://www.sbaer.uca.edu/research/icsb/1998/44.pdf>
104. Green C., Kimuyu P., Manos R., Murinde V. How do Small Firms in Developing Countries Raise Capital? Evidence from a Large-Scale Survey of Kenyan Micro and Small Scale Enterprises. Economic Research Paper No. 02/6. Pp. 24, 28.
105. Akhtar S., Oliver B. The determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations. International Review of Finance. 2009. Vol. 9, Issue 1-2. Pp. 1-26.
106. Brav O. Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm / O. Brav // The Journal Of Finance. – 2009. - Vol. LXIV, No. 1. – pp. 263 - 308.
107. Johansen A. Determinants of Capital Structure during Credit Bubble and Credit Crunch – An Empirical Investigation of Danish SME's. Bachelor Thesis (Department of Business Studies, Aarhus School of Business, University of Aarhus). 2011. URL: http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/36144949/Capital_Structure_during_Credit_Boom_and_Credit_Crunch.pdf
108. Sayeed M. The Determinants Of Capital Structure For Selected Bangladeshi Listed Companies. International Review of Business Research Papers. 2011. Vol. 7, No. 2. Pp. 21-36.

109. Shamshur A. Essays on Capital Structure Stability: Dissertation. Prague, 2012. Pp. 1-93. URL: <http://www.cerge-ei.cz/pdf/dissertations/2012-shamshur.pdf>
110. Castro P., Tascon M., Amor-Tapia B. The role of life cycle on capital structure. Working paper. URL: <http://www.aeca1.org/xvencuentroaeca/cd/34b.pdf>
111. Bulan L., Yan Z. Firm Maturity and the Pecking Order Theory. Working paper. 2010. URL: <http://ssrn.com/abstract=1760505>
112. Kim M., Kristiansen E., Vale B. Life-Cycle Patterns of Interest Rate Markups in Small Firm Finance, Working paper. 2007. URL: http://www.norges-bank.no/upload/english/publications/working%20papers/2007/norges_bank_working_paper_2007_04.pdf
113. Causholli M., Knechel W.R. Lending Relationships, IPOs, and the Effect of Auditor Quality on the Cost of Debt. Working paper. 2006. URL: <https://business.illinois.edu/accountancy/wp-content/uploads/sites/12/2014/11/Audit-2006-Causholi-Knechel.pdf>
114. Boot A., Thakor A. Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game. International Economic Review. 1994. Vol. 35, Issue 4 (November). Pp. 899–920. URL: <https://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2006-06-045.pdf>
115. Pinkova P., Kaminkova P. Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of Czech automotive industry. Acta universitatis agriculturae et silviculturae mendelianae brunensis. 2012. Vol. 60, No. 2. Pp. 255–260. URL: <http://acta.mendelu.cz/pdf/actaun201260020255.pdf>
116. Kim B., Suh J. Financial Life Cycle and Capital Structure. Asia-Pacific Journal of Financial Studies. 2009 (August). URL: http://www.apjfs.org/2009/cafm2009/06_02_Financial%20Life%20Cycle.pdf

117. Utami S., Inanga E.L. The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle of Firms in the Manufacturing Sector of Indonesia. *International Research Journal of Finance and Economics*. 2012. Issue 88. Pp. 69-91. URL: <http://mmuii40.com/wp-content/uploads/2014/03/4.-2012-Utami-The-Relationship-between-Capital-Structure-and-the-Life-cycle.pdf>

118. Thanatawee Y. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. 2011. Vol. 2, No. 2. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1872686

119. Teixeira G., Santos M. Do Firms Have Financing Preferences along their Life Cycle? Working paper. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=676869

129. Hazak A. Statutory Regulations and Companies' Capital Structure: EU Based Empirical Study. *The International Journal of Applied Economics and Finance*. 2009. Vol. 3 (1). Pp. 1-11.

130. Mayer C. Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development. *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. 1990. Pp. 307-332. URL: <http://www.nber.org/chapters/c11477>

131. Rajan R.G., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. No. 5. URL: <http://demo.uib.es/courses/corporatefinance/Teresa/Rajanzingales.pdf>

132. Giannetti M. Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices. *Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference; EFA 0042*. Pp. 1-39. URL: <http://mba.tuck.dartmouth>.

133. Gurcharan S. A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*. 2010. Issue 47. Pp. 34-63.

134. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., Demirgüç-Kunt A. Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity. *Journal of Financial Economics*. – 1999. Vol. 54, Issue 3. Pp. 295-336.

134. Никитин М., Смит Т. Банковские спрэды и бизнес-циклы (на англ. яз.). М.: Изд. дом Государственного университета – Высшей школы экономики, 2009. 44 с.

135. Fixler J. Does the term structure of corporate interest rates predict business cycle turning points? Senior thesis. URL: <http://www.vanderbilt.edu/econ/undergraduate/documents/honor10Fixler.pdf>

136. Neumeyer P., Perri F. Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Interest Rates. NBER Working Paper No. 10387. 2004. URL: http://www.nber.org/papers/w10387.pdf?new_window=1

137. Bas T., Muradoglu G., Phylaktis K. Determinants of Capital Structure in Developing Countries. Working paper. 2009. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.175.6261>

138. Bhamra H.S., Kuehn L., Strebulaev I. Aggregate Dynamics of Capital Structure and Macroeconomic Risk. Working paper. 2008. URL: <http://ssrn.com/abstract=1265870>

139. Gertler M., Gilchrist S. Monetary policy, Business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *Quarterly Journal of Economics*. 1994. Vol. 109, Issue 2. P. 319. URL: <http://sws1.bu.edu/sgilchri/research/QJE94.pdf>

140. Amdur D. A Business Cycle Model of Aggregate Debt and Equity Flows. Working paper. 2010. URL: http://daveamdur.com/doc/capstructure_10.pdf

141. Begenau J., Salomao J. Firm Financing over the Business Cycle. Working paper. 2013. URL: www.stanford.edu/~begenau/BegenauSalomao2013.pdf

142. Korteweg A. The Net Benefits to Leverage. Working paper. 2009. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1370445

143. Hess D., Immenkotter P. Optimal Leverage, its Benefits, and the Business Cycle. CFR Working Paper No. 11-12. URL: <http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-11-12.pdf>

145. Covas F., Den Haan W. The Cyclical Behavior of Debt and Equity Finance. American Economic Review. 2011. Vol. 101 (2). Pp. 877-899.

146. Korteweg A. The Net Benefits to Leverage. Working paper. 2009. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1370445

147. Korajczyk R., Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. Journal of Financial Economics. 2003. No. 68. Pp. 75–109. URL: <https://opecconomica.files.wordpress.com/2013/08/jfe-03-capital-structure-choice-macro-economic.pdf>

148. Levy A., Hennessy C. Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions? Journal of Monetary Economics. 2007. № 54. Pp. 1545-1564. URL: http://faculty.london.edu/chennessy/assets/documents/Why_Does_Capital_Structure_Choice_Vary_with_Macroeconomic_Conditions.pdf

149. Chen L., Chen S. How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. Working paper. URL: <http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>

150. Chen L., Chen S. How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure. Working paper. URL: <http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>

151. Rubio G., Sogorb F. Adjustment to Target Leverage and Macroeconomic Conditions. Working paper. URL: http://economia.uchceu.es/Portals/1/documentos_trabajos/francisco_sogorb/Adjustment_Leverage_October2009.pdf

152. Halling M., Yu J. and Zechner J. Leverage Dynamics Over the Business Cycle. AFA 2012 Chicago Meetings Paper. 2012. URL: <http://ssrn.com/abstract=1762289>

153. Cook D., Tang T. Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*. 2010. Vol. 16 (1). Pp. 73-87.

154. Drobetz W., Pensa P., Wanzenried G. Firm Characteristics, Economic Conditions and Capital Structure Adjustments. Working paper. 2007. P. 5. URL: <http://ssrn.com/abstract=924179>

155. Петик М.І. Економічна суть і призначення фінансових ресурсів у забезпеченні господарської діяльності суб'єкта господарювання. URL: http://base.dnsgb.com.ua/files/journal/Aktualniproblemy-rozvytku-ekonomiky-regionu/2008_4_1/35.pdf.43.

156. Вихори Дж. Основы финансового менеджмента. М., 2008. 1232 с.

157. WACC (weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала компании/ URL: <https://utmagazine.ru/posts/6727-wacc-weight-average-cost-of-capital-srednevzveshennaya-stoimost-kapitala>

158. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 1958. Vol. 48.

159. Vegh C. How is Tax Policy Conducted over the Business Cycle? NBER Working. Paper No. 17753. 2012. URL: <http://www.nber.org/papers/w17753>

160. Heider F., Ljungqvist A. As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from Exogenous State Tax Changes. AFA 2013 San Diego Meetings Paper. 2013. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024200

161. Warner J. Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association. *The Journal of Finance*. 1977. Volume 32, Issue 2. Pp. 337-347.

162. Miller M. H. Debt and taxes // *Journal of Finance*. 1977. Vol. 32. № 2. P. 261-275.

163. Haugen R.A, Senbet L.W. The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *The Journal of Finance*. 1978. Vol. 33. № 2. P. 383-393.

164. Warner J.B Bankruptcy costs: some evidence. *Journal of Finance*. 1977. Vol. 32. № 2. P.337-347.

165. Myers S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. 1984. Vol. 39. № 3. P. 575-592.

166. Lo Pucki L.M., Doherty J.W. The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases. *Journal of Empirical Legal Studies*. 2004. Volume 1, Issue 1. Pp. 111–141. – Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=419280>

167. Vos E., Webber P. Impact of receiver ship costs on the optimal capital structure for small businesses. Workingpaper. URL: <http://www.sbaer.uca.edu/research/icsb/1999/133.pdf>

168. Bisogno M., DeLuca R. Indirect Costs of Bankruptcy: Evidence from Italian SMEs. *Journal of Accounting and Finance*. 2012. Volume 2, Issue 1. Pp. 20–30. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2174358

169. Bhabra G. Is Bankruptcy Costly? Recent Evidence on the Magnitude and Determinants of Indirect Bankruptcy Costs. *Journal of Applied Finance & Banking*. 2011. Volume 1, No.2. Pp. 39-68. URL: http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol%201_2_3.pdf

170. Altman E. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *Journal of Finance*. 1984. No. 39(4). Pp. 1067-1089.

171. Chow D., Pham T. Some Estimates of Direct and Indirect Bankruptcy Costs in Australia: September 1978. May 1983. *Australian Journal of Management*. 1989. No. 14.

172. Kwansa A., Min-Ho Cho. Bankruptcy cost and capital structure: the significance of indirect cost. *International Journal of Hospitality Management*. 1995. No. 14 (3/4). Pp. 339-350.

173. Andrade G., Kaplan S. How costly is financial (not economic) distress? Evidence for highly leveraged transactions that become distressed. *Journal of Finance*. 1998. No. 53(5). Pp. 1443 –1493.

174. Kageyama N., Harada N. Bankruptcy Dynamics in Japan: A System Estimation Approach. *Proceedings of the 51st Annual Meeting of the ISSS*. 2007. URL: <http://journals.iss.org/index.php/proceedings51st/article/viewFile/538/245>

175. Moravec T. The bankruptcy in the Czech Republic – in fluence of macroeconomic variables. 2013. URL: <http://www.slu.cz/opf/cz/informace/acta-academica-karviniensia/casopisy-aak/aak-rocnik-2013/docs-3-2013/Moravec.pdf>

176. Nordal K., Næs R. The relationship between bankruptcy risk and growth for non-listed firms. *Norges Bank Working Paper 2010/31*. 2010. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1765882

177. Hol S. The influence of the business cycle on bankruptcy probability. *Discussion Papers No. 466*. 2006. URL: <http://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/DP/dp466.pdf>

178. Bhattacharjee A., Higson C., Holly S., Kattuman P. Macro Economic Instability and Business Exit: Determinants of Failures and Acquisitions of Large UK Firms. *Economica*. 2009. No. 76. Pp. 108-131. URL: <http://papers.ssrn.com/sol3>

179. Hovakimian A., Kayhan A., Titman S. Are Corporate Default Probabilities Consistent with the Static Trade off Theory? *NBER Working Paper No. 17290*. 2011. URL: <http://www.nber.org/papers/w17290>

180. Atiyet B.A. The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms. *Journal*

of Business Studies Quarterly. 2012. Vol. 4, No. 1. Pp. 1–14. URL: http://jbsq.org/wp-content/uploads/2012/09/JBSQ_Sept2012-1.pdf

181. Shyam-Sunder L., Myers S.C. Testing static trade off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 1999. № 51. Pp. 219–244. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/SM_Testing_JFE.pdf

182. Chirinko R.S., Singha A.R. Testing static trade off against pecking order models of capital structure: a critical comment. *Journal of Financial Economics*. № 58, Issue 3. 2000. Pp. 417–425. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251872

183. Vera G., Nganso V. Testing the Pecking Order Theory: Comparative Evidence between two differentiated countries. *Asian Transactions on Basic and Applied Sciences*. November 2012. Volume 02, Issue 05. Pp. 54 – 58. URL: <http://www.asian-transactions.org/Journals/Vol02Issue05/ATBAS/ATBAS-80222057.pdf>

184. Jalal A.M. The Pecking Order and Marginal Debt Issuance: An International Perspective. Workingpaper. 2007. URL: <http://ssrn.com/abstract=1006251>

185. Zhang R., Kanazaki Y. Testing static trade off against pecking order models of capital structure in Japanese firms. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2007. Vol. 15, Issue 2. Pp. 24–36. URL: <http://centerforpbefr.rutgers.edu/2007/Papers/153-pecking%20order.pdf>

186. Chen J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*. 2004. № 57. Pp. 1341–1351. URL: <http://web.cenet.org.cn/upfile/51846.pdf>

187. Chen L., Chen S. How the Pecking-Order Theory Explain Capital-Structure. Workingpaper. URL: <http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>

188. Hsu K., Hsu C. Capital structure and financing decision – Evidence from the four Asian Tigers and Japan. *African Journal of Business Management*. 2011. Vol. 5 (15). Pp. 6527–6540. URL: http://www.academicjournals.org/article/article1380372819_Hsu%20and%20Hsu.pdf

189. Hsu C., Chiang Y., Liao T. L. Testing pecking order behaviors from the viewpoint of multinational and domestic corporations. *Investment Management and Financial Innovations*. 2013. Volume 10, Issue 2. URL: http://businessperspectives.org/journals_free/imfi/2013/imfi_en_2013_02cont_Hsu.pdf

190. Serrasqueiro Z., Nunes P. Are trade-off and pecking order theories mutually exclusive in explaining capital structure decisions? *African Journal of Business Management*. 2010. Vol. 4(11). Pp. 2216–2230. URL: <http://www.academicjournals.org/ajbm/pdf/pdf2010/4Sept/Serrasqueiro%20and%20Nunes.pdf>

191. Duca F. What determines the capital structure of listed firms in Romania. CES Working Papers. URL: http://ceswp.uaic.ro/articles/CESWP2012_IV3a_DUC.pdf

192. Zoppa A., McMahon R.G.P. Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. Working paper. URL: <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>

193. Frank M., Goyal V.K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 2003. № 67. Pp. 217–248. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/FG_Testing_JFE.pdf

194. Frank M.Z., Goyal V.K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*. 2006. № 82. Pp. 173–186. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/FG_Testing_JFE.pdf

195. Seifert B., Gonenc H. Pecking Order Behavior in Emerging Markets. Workingpaper. 2008. URL: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETIN>
196. Chen J.J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. Journal of Business Research. 2004. № 57. Pp. 1341– 1351. URL: <http://web.cenet.org.cn/upfile/51846.pdf>
197. Терещенко О.О. Детермінанти ставки витрат на капітал на ринках, що розвиваються. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку*: Зб. мат. І Міжнар. наук.-практ. конф. [Електронний ресурс]. К.: КНЕУ, 2017. С. 20-27.
198. Терещенко О.О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи. *Фінанси України*. 2018. № 6. С. 58-71.
199. Богма О.С., Павлова А.С. Особливості управління фінансовими ресурсами вітчизняних підприємств. *Вісник Запорізького національного університету*. №1(13). 2012. С. 195-199.
200. Козачок І.А. Формування та управління ефективним використанням фінансових ресурсів підприємства / І.А.Козачок // Гуманітарний вісник ЗДІА. 2011. № 47. С. 277 – 283.
201. Іващенко Г.А., Кіпа М.О. Управління фінансовими ресурсами молокопереробних підприємств. *Фінансовий простір*. № 2 (18). 2018. С. 380-387.
202. Шестова О.О. Джерела формування фінансових ресурсів підприємства в умовах ризикового ринкового середовища. *Вісник Сумського національного аграрного університету*. 2011. № 6/ 2. С. 194–197.
203. Шеремет А. Д. Фінансова стійкість підприємств. *Економіка АПК*. 2009. № 1. С. 35 – 38.

204. Івченко Л.В., Федорченко О.Є. Аналіз фінансового стану підприємств: інформаційне та методичне забезпечення. *Фінанси, облік і аудит*. – 2018. Випуск 1 (25). С. 197-208.

205. Каплан Р.С., Нортон Д.П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Каплан Р.С.; пер. с англ. Л.В. Митюгов [2-е изд., испр. и доп.]. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. 320–324 с..

206. Бланк, И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. М.: Омега-Л, 2008. – 512 с.

207. Поддєрьогін А. Фінансовий менеджмент: Підруч. / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк, Н.Ю. Невмержицька, Я.І. Невмержицька; Київ. нац. екон. ун-т. К., 2017. 535с.

208. Niven Paul R. Balanced score card step-by-step: maximizing performance and maintaining results. 2nded. Published by John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2006. 339 pp.

209. Грапко, Н.В. Вартісно-орієнтоване управління корпоративними фінансами [Текст]: автореферат ... канд. екон. наук: 08.00.08. Київ, 2011. 20 с.

ДОДАТКИ

Додаток А

Принципи формування капіталу підприємства

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
1.Урахування перспектив розвитку господарської діяльності підприємства	Процес формування обсягу і структури капіталу підпорядкований завданням, які забезпечують його господарську діяльність не тільки на початковій стадії функціонування підприємства, але і в найближчій перспективі. Забезпечення перспективності формування капіталу підприємства досягається шляхом включення всіх розрахунків, які пов'язані з його формуванням, у бізнес-план проекту створення нового підприємства
2.Забезпечення відповідності обсягу капіталу, який залучається, до обсягу активів	Загальна потреба в капіталі підприємства базується на його потребі в оборотних і позаоборотних активах. Ця загальна потреба в капіталі, який необхідний для створення нового підприємства, включає дві групи майбутніх витрат:

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
підприємства, що формуються	передстартові витрати; стартовий капітал. Передстартові витрати призначені для створення нового підприємства – це відносно невеликі суми фінансових засобів, які необхідні для розробки бізнес-плану і фінансування, що пов’язане із цим дослідженням. Дані витрати носять разовий характер, хоч і потребують відповідних затрат капіталу, в складі загальної потреби в ньому займають незначну частину. Стартовий капітал призначений для безпосереднього формування активів нового підприємства. Наступне нарощування капіталу розглядається як форма розширення діяльності підприємства і пов’язане з формуванням додаткових фінансових ресурсів. Для визначення загальної потреби в капіталі з метою створення нового підприємства використовують, як правило, два основних методи: прямий метод розрахунку; непрямий метод розрахунку. Прямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі базується на визначенні необхідної суми активів, які дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність. Даний метод розрахунку виходить з алгоритму: загальна сума активів дорівнює загальній сумі капіталу, що інвестується. Розрахунок потреби в активах для підприємства, що створюється, здійснюється в трьох варіантах: мінімально необхідна сума активів; необхідна сума активів, що забезпечує достатні розміри страхових запасів з окремих його видів; максимально необхідна сума активів. Такий розрахунок дозволяє диференціювати

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
	загальну потребу в капіталі від мінімальної до максимальної меж. Непрямий метод розрахунку загальної потреби в капіталі базується на використанні показника «капіталоемність продукції». Даний показник дає уявлення щодо розміру капіталу, який використовується, із розрахунку на одиницю виробленої (реалізованої) продукції. Він розраховується в розрізі галузей економіки шляхом ділення загальної суми капіталу, що використовується (власного і залученого), на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції. При цьому загальна сума капіталу, що використовується, визначається як середня в даному періоді. Даний метод дає лише приблизну оцінку потреби в капіталі, оскільки показник середньогалузевої капіталомісткості продукції суттєво коливається в розрізі підприємств під впливом окремих факторів. Основними із таких факторів є: розмір підприємства; прогресивність технології, яка використовується; прогресивність устаткування, що використовується; ступінь фізичного зносу устаткування; рівень використання виробничої потужності на підприємстві та інші. Отже, враховуючи ці фактори, розрахунок загальної потреби в капіталі для створення нового підприємства на основі показника капіталомісткості продукції здійснюється за такою формулою: $П_k = K_p \text{ ОР} + ПР_k, \text{ де}$ $П_k$ – загальна потреба в капіталі для створення нового підприємства; K_p – показник капіталомісткості продукції

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
	(середньогалузевий або аналоговий); ОР – запланований середньорічний обсяг виробництва продукції; ПРк – передстартові витрати та інші одноразові витрати капіталу, які пов’язані зі створенням нового підприємства
3.Забезпечення оптимальності структури капіталу з по-зицій ефективного функціонування	Високий кінцевий результат діяльності підприємства значною мірою залежить від структури капіталу. Структура капіталу – це співвідношення власних і позикових фінансових засобів, 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 коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності, тобто рівень основних фінансових ризиків, а також формує співвідношення ступеня прибутковості та ризику в процесі розвитку підприємства. Формування структури капіталу пов’язане з урахуванням особливостей частин: власного і позикового капіталу Власний капітал характеризується такими особливостями: 1. Простотою залучення, оскільки рішення, пов’язані зі збільшенням власного капіталу приймаються власниками і менеджерами даного підприємства. 2. Більш високою можливістю отримання

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
	прибутку в усіх сферах діяльності, оскільки при його використанні не потребується сплата позикового процента в усіх його формах. 3. Забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможністю в довгостроковому періоді, а також зниженням ризику банкрутства. Разом з тим, він має недоліки: 1. Обмеженість обсягу залучення, а отже, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його циклу. 2. Висока вартість порівняно з альтернативними позиченими джерелами формування капіталу. 3. Не використовується можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових засобів, оскільки без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною. Отже, підприємство, яке використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість. Його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці, але обмежує темпи свого розвитку, тому що не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал Позиковий капітал має такі позитивні особливості: 1. Достатньо широкі можливості залучення, особливо за рахунок високого кредитного рейтингу

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
	підприємства, при наявності застави чи гарантії поручителя. 2. Забезпечення росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і підвищення темпів росту обсягу його господарської діяльності. 3. Більш низькою вартістю порівняно із власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту “податкового щита” (вилучення витрат щодо його обслуговування бази оподаткування, що обкладається при сплаті податку на прибуток). 4. Можливість генерувати приріст фінансової рентабельності. Використання залученого капіталу має і недоліки: 1. Використання даного капіталу створює найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства – ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно до росту питомої ваги використання позикового капіталу. 2. Активи, які сформовані за рахунок позиченого капіталу, створюють меншу норму прибутку, тому що вона зменшується на суму позикового процента, що виплачується в усіх його формах (процент за банківський кредит, лізингової ставки; купонний процент за облігаціями; вексельний процент за товарний кредит тощо). 3. Велика залежність вартості позикового капіталу від коливання кон’юнктури фінансового ринку. Наприклад, за рахунок зниження середньої

Основні принципи формування капіталу підприємства	Обґрунтування принципів
	ставки позикового капіталу, використання на ринку отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) підприємству стає не вигідним у зв'язку з наявністю більш дешевих альтернативних джерел кредитних ресурсів. 4. Складність процедури залучення, особливо у великих розмірах, тому що надання кредитних ресурсів залежить від рішень інших господарських суб'єктів (кредиторів). Гарантії страхових компаній, банків або інших господарських суб'єктів надаються, як правило, на платній основі. Таким чином, підприємство, яке використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал розвитку і можливості приросту фінансової рентабельності, але при цьому більшою мірою присутній фінансовий ризик і загроза банкрутства
4.Забезпечення мінімізації витрат щодо формування капіталу з різних джерел	Така мінімізація здійснюється у процесі управління вартістю капіталу, механізм якого буде розглянутий у наступних темах
5.Забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі гос-подарської діяльності	Реалізація даного принципу забезпечується шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу за прийнятим для підприємства рівнем фінансового ризику.

Джерело: складено авторами за джерелами [21, 34].

Додаток Б

Систематизація видів капіталу підприємства

Ознаки	Обґрунтування ознаки
1. За належністю підприємству	1. Власний капітал характеризує загальну вартість засобів підприємства, які належать йому на правах власності та використовуються ним для формування відповідної частини його активів. Частина активів, яка сформована за рахунок інвестованого в них власного капіталу, є чистими активами підприємства. 2. Позиковий капітал характеризує залучення для фінансування розвитку підприємства на основі повернення коштів або інших майнових цінностей. Усі форми позикового капіталу, які використовує підприємство, є фінансовими зобов'язаннями і підлягають погашенню в передбачені терміни
2. За цілями використання	1. Виробничий капітал характеризує засоби підприємства, які інвестовані в його операційні активи для здійснення виробничо-збутової діяльності. 2. Позиковий капітал є тією його частиною, яка використовується у процесі інвестування в грошові інструменти (короткострокові та довгострокові депозитні вклади в комерційних банках), а також боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі тощо) 3. Спекулятивний капітал характеризує ту частину, яка використовується у процесі здійснення спекулятивних фінансових операцій (основані на різниці в цінах)
3. За формами інвестування	1. Капітал у фінансовій формі. 2. Капітал у матеріальній формі.

Ознаки	Обґрунтування ознаки
	3. Капітал у нематеріальній формі. Капітал у цих трьох формах використовується для формування статутного фонду підприємства. Інвестування капіталу в даних формах дозволено законодавством при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їх статутних фондів
4. За об'єктом інвестування	1. Основний капітал характеризує ту частину капіталу, яку використовує підприємство, тобто яка інвестована в усі види його позаоборотних активів. 2. Оборотний капітал характеризує ту його частину, яка інвестована в усі види його оборотних активів
5. За формами знаходження у процесі кругообігу	1. Капітал у грошовій формі. 2. Капітал у виробничій формі. 3. Капітал у товарній формі. Характеристика даних форм капіталу підприємства розглядається в циклі кругообігу капіталу підприємства
6. За формами власності	1. Приватний капітал. 2. Державний капітал. Дані види капіталу інвестуються в підприємства під час формування його статутного фонду
7. За організаційно-	1. Акціонерний капітал – капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств.

Ознаки	Обґрунтування ознаки
правовими формами діяльності	2. Пайовий капітал – капітал партнерських підприємств-товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств тощо. 3. Індивідуальний капітал – капітал індивідуальних підприємств, тобто сімейних
8. За характером використання в господарському процесі	1. Працюючий капітал характеризує ту його частину, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства. 2. Непрацюючий (мертвий) капітал характеризує ту його частину, яка інвестована в активи, а вони не беруть безпосередньої участі в здійсненні різних видів господарської діяльності підприємства і формуванні його доходів. Прикладом такого виду капіталу є засоби підприємства, які інвестовані у приміщення та устаткування, що не використовуються; у виробничі запаси для продукції, яка знята з виробництва; у готову продукцію, на яку повністю відсутній попит
9. За характером використання власниками	1. Споживчий капітал після його розподілу на цілі споживання втрачає функції капіталу (це виплати дивідендів, процентів, задоволення соціальних потреб персоналу тощо). 2. Накопичуваний капітал характеризує різні форми його приросту в процесі капіталізації прибутку, дивідендних виплат тощо
10. За джерелами залучення	1. Національний (вітчизняний) капітал. 2. Іноземний капітал

Ознаки	Обґрунтування ознаки
11. Відповідно до правових норм функціонування	1. Легальний капітал. 2. “Тіньовий” капітал. У сучасних умовах економічного розвитку країни “тіньовий” капітал є своєрідною реакцією підприємців на встановлені державою жорсткі “правила гри” в економіці, у першу чергу, на невиправдано високий рівень оподаткування підприємницької діяльності

Джерело: складено авторами за джерелами [44, 49]

Додаток В

Показники оцінки стану основних засобів молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.
Частка основних засобів в активах, %	27,00	21,18	19,35	-7,65	58,26	43,35	45,91	-12,35	33,02	25,81	24,94	-8,08	51,13	37,35	36,74	-14,38	52,29	33,57	32,23	-20,05
Частка основних засобів в необоротних активах, %	97,54	99,79	97,71	0,17	85,11	81,60	83,61	-1,50	98,93	97,88	96,18	-2,75	89,80	81,35	92,12	2,31	97,57	77,04	98,29	0,72
Коефіцієнт зносу основних засобів	0,67	0,71	0,73	0,07	0,47	0,52	0,51	0,04	0,36	0,43	0,45	0,09	0,50	0,60	0,53	0,03	0,51	0,57	0,58	0,08
Коефіцієнт мобільності	2,61	3,71	4,05	1,44	0,46	0,88	0,82	0,36	2,00	3,79	2,86	0,86	0,76	1,18	1,51	0,75	0,87	1,29	2,05	1,18

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток Г

Показники оцінки дебіторської заборгованості молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК-Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Коефіцієнт обертання дебіторської заборгованості	15,93	12,91	15,99	0,06	48,86	19,41	37,05	-11,81	5,35	5,49	5,41	0,07	12,07	13,29	14,82	2,75	10,24	1,14	0,35	-9,89
Тривалість одного обороту ДЗ, днів	22,60	27,88	22,51	-0,09	7,37	18,55	9,72	2,35	67,34	65,59	66,49	-0,85	29,82	27,08	24,28	-5,54	35,15	316,52	1022,40	987,25
Частка ДЗ у майні, %	26,09	32,34	23,58	-2,51	6,66	17,36	8,99	2,34	41,42	48,11	53,15	11,73	27,79	27,43	25,74	-2,05	25,70	64,03	66,60	40,90
Частка поточної ДЗ у в оборотних	36,07	41,05	29,40	-6,67	21,10	37,02	19,95	-1,15	62,17	48,11	71,75	9,58	64,52	50,71	42,82	-21,70	55,36	97,00	99,09	43,73

активах, %																				
Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованостей	1,99	2,55	1,43	-0,56	0,83	2,26	1,44	0,61	0,82	1,52	1,50	0,69	0,46	0,80	0,61	0,15	0,13	0,36	0,35	0,22
Відношення ДЗ до чистого доходу від реалізації продукції, %	6,28	7,75	6,25	-0,02	2,05	5,15	2,70	0,65	18,71	18,22	18,47	-0,24	8,28	7,52	6,75	-1,54	9,76	102,87	284,00	274,24

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток Д

Показники оцінки кредиторської заборгованості молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК-Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Коефіцієнт обертання КЗ	25,57	26,58	18,77	-6,79	33,71	36,54	45,64	11,93	3,74	7,78	6,11	2,37	5,17	9,28	7,09	1,92	2,76	1,62	0,63	-2,13
Тривалість одного обороту КЗ, днів	14,08	13,54	19,18	5,10	10,68	9,85	7,89	-2,79	96,16	46,26	58,90	-37,3	69,63	38,79	50,78	-18,85	130,31	221,90	572,60	442,28
Частка КЗ в капіталі, %	13,09	12,68	16,47	3,39	8,03	7,68	6,27	-1,76	45,14	25,99	35,39	-9,75	51,44	29,20	42,28	-9,17	71,51	33,51	35,64	-35,87
Частка КЗ в зобов'язаннях, %	92,02	88,89	98,22	6,20	66,08	80,42	65,02	-1,07	62,47	38,81	53,31	-9,16	65,30	26,02	33,81	-31,48	34,34	12,70	12,33	-22,01
Частка КЗ в поточних	92,02	88,89	98,22	6,20	66,08	80,42	65,02	-1,07	86,12	73,69	95,73	9,61	66,97	26,11	33,91	-33,06	34,34	12,72	24,78	-9,55

зобовязаннях, %																				
Відношення КЗ до оборотних активів	18,10	16,09	20,54	2,44	25,44	16,39	13,90	-11,5	67,76	25,99	47,77	-19,9	119,4	53,98	70,33	-49,11	154,06	59,40	53,03	-101,03
Припадає КЗ на 1 грн ДЗ, грн.	0,50	0,39	0,70	0,20	1,21	0,44	0,70	-0,51	1,09	0,54	0,67	-0,42	1,85	1,06	1,64	-0,21	2,78	0,61	0,54	-2,25
Відношення КЗ до чистого доходу від реалізації	0,03	0,03	0,04	0,01	0,02	0,02	0,02	-0,01	0,20	0,10	0,12	-0,08	0,15	0,08	0,11	-0,04	0,27	0,54	1,52	1,25
Співвідношення періодів погашення ДЗ та КЗ	1,61	2,06	1,17	-0,43	0,69	1,88	1,23	0,54	0,70	1,42	1,13	0,43	0,43	0,70	0,48	0,05	0,27	1,43	1,79	1,52

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток Е

Показники ділової активності молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019
рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Оборотність активів, ресурсовіддача	5,74	5,30	4,70	-1,04	10,31	7,19	7,39	-2,92	3,32	2,64	3,88	0,56	7,79	6,74	6,35	-1,44	5,67	1,10	0,35	-5,32
Період одного обороту оборотних коштів, днів	62,67	67,92	76,59	13,92	34,92	50,10	48,71	13,80	108,33	136,32	92,67	-15,65	46,22	53,41	56,71	10,49	63,50	326,31	1031,75	968,25
Коефіцієнт оборотності запасів	8,64	10,44	6,48	-2,16	15,39	13,48	12,88	-2,51	9,21	9,51	14,61	5,40	17,78	11,07	9,81	-7,97	13,17	35,33	107,15	93,98
Період одного обороту запасів, днів	41,66	34,50	55,55	13,89	23,39	26,71	27,96	4,57	39,09	37,84	24,64	-14,45	20,25	32,51	36,69	16,44	27,33	10,19	3,36	-23,97

Коефіцієнт оборотності основних засобів	15,39	19,72	19,49	4,10	5,58	7,77	7,26	1,67	6,71	10,23	11,54	4,83	6,56	9,76	10,38	3,82	5,03	1,85	0,73	-4,31
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	25,57	26,58	18,77	-6,79	33,71	36,54	45,64	11,93	3,33	6,40	6,11	2,78	4,41	7,95	7,09	2,68	0,97	0,30	0,12	-0,85
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	15,73	12,38	15,80	0,07	48,86	19,41	34,95	-13,91	5,16	5,49	5,40	0,24	10,98	13,29	13,35	2,38	10,24	1,14	0,35	-9,89
Термін погашення дебіторської заборгованості, днів	22,89	29,09	22,79	-0,10	7,37	18,55	10,30	2,93	69,75	65,59	66,65	-3,10	32,80	27,09	26,96	-5,84	35,16	316,53	1022,43	987,28
Коефіцієнт оборотності капіталу	4,15	4,18	3,77	-0,38	3,25	3,37	3,33	0,08	2,21	2,64	2,88	0,66	3,35	3,65	3,82	0,46	2,63	0,62	0,23	-2,40
Тривалість	127,22	131,51	154,93	27,71	65,68	95,36	86,97	21,30	217,16	239,75	183,97	-33,20	99,27	113,00	120,36	21,09	125,99	653,03	2057,54	1931,55

операційного циклу, днів																				
Тривалість фінансового циклу, днів	136,02	147,05	158,54	22,51	62,36	104,05	89,38	27,02	178,84	249,06	191,72	12,88	50,40	94,82	96,53	46,13	-208,54	-221,84	55,13	263,67

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток Е

**Показники рентабельності діяльності молокопереробних підприємств Київської області за
2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+,-	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+,-	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+,-	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+,-	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+,-
Рентабельність активів за прибутком від звич. діяльності	0,14	0,15	0,04	-0,10	0,22	0,34	0,19	-0,03	0,23	0,23	0,29	0,06	-0,15	-0,41	-0,18	-0,03	-0,11	-0,04	-0,03	0,08
Рентабельність активів за чистим прибутком	0,11	0,13	0,04	-0,06	0,19	0,27	0,16	-0,04	0,05	0,10	0,18	0,14	-0,17	-0,44	-0,14	0,03	-0,77	-0,69	-0,28	0,50
Рентабельність власного капіталу	0,12	0,15	0,05	-0,07	0,22	0,29	0,17	-0,05	0,17	0,29	0,55	0,38	-0,80	3,57	0,55	1,35	-0,71	-0,42	-0,15	-0,57
Рентабельність основних	0,39	0,60	0,23	-0,16	0,33	0,61	0,34	0,01	0,14	0,37	0,74	0,60	-0,33	-1,17	-0,37	-0,04	-1,48	-2,05	-0,85	0,62

засобів																				
Рентабельність реал. прод. за прибутком від опер. діяльності	0,03	0,04	0,01	-0,02	0,07	0,10	0,06	-0,01	0,10	0,09	0,10	0,00	-0,04	-0,11	-0,05	0,00	-0,04	-0,07	-0,13	-0,09
Рентабельність реал. продукції за чистим прибутком	0,03	0,03	0,01	-0,01	0,06	0,08	0,05	-0,01	0,02	0,04	0,06	0,04	-0,05	-0,12	-0,04	0,01	-0,29	-1,10	-1,17	-0,88
Коефіцієнт реінвестуванн я	5,02	0,92	0,72	-4,30	1,78	0,48	-0,38	-2,16	5,54	1,00	0,22	-5,31	-0,03	0,81	1,00	1,04	0,97	1,00	0,98	0,01
Період окупності капіталу, днів	9,40	7,81	22,39	13,00	5,17	3,77	6,41	1,25	21,14	10,35	5,43	- 15,72	-5,89	-2,29	-7,30	-1,41	-1,29	-1,45	-3,63	-2,34
Період окупності ВК, днів	8,06	6,69	18,64	10,58	4,54	3,41	5,80	1,26	5,86	3,42	1,82	-4,04	-1,25	0,28	1,83	3,08	1,40	2,38	6,87	5,47

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток 3

**Групування активів ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод»,
ПАТ «Яготинський маслозавод» за рівнем ліквідності, 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -
Групування активів за рівнем ліквідності												
Високоліквідні	1 335	2 904	1 957	622	2 424	4 078	7 607	5 183	20 372	17 455	34 704	14 332
Середньоліквідні	4 643	6 685	5 222	579	2 497	8 214	5 008	2 511	233 691	310 509	381 034	147 343
Низьколіквідні	6 887	6 660	10 547	3 660	6 201	9 833	12 253	6 052	97 109	133 603	104 155	7 046
Важколіквідні	4 923	4 377	4 376	-547	24 144	25 088	30 288	6 144	178 042	166 890	182 840	4 798
Групування пасивів за терміновістю оплати												
Найбільш	2 530	2 942	3 707	0	2 850	4 205	4 196	1 346	237 686	164 778	255 138	17 452

термінові												
Короткострокові	0	0	0	0	0	0	0	0	28 747	35 341	0	-28 747
Довгострокові	0	0	0	3 137	0	0	0	0	105 045	199 260	207 018	101 973
Постійні	15 258	17 684	18 395	579	30 982	42 703	49 839	18 857	146 775	207 520	236 508	89 733
Баланс	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної		Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Абсолютно ліквідний		Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	Ліквідність відрізняється від абсолютної	

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток К

**Показники ліквідності та платоспроможності молокопереробних підприємств Київської області
за 2017-2019 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.
Коефіцієнт поточної ліквідності (покриття)	5,08	5,52	4,78	-0,30	2,60	4,91	4,68	2,08	1,27	2,84	2,00	0,73	0,56	0,48	0,48	-0,08	0,22	0,21	0,47	0,24
Коефіцієнт швидкої	2,36	3,26	1,94	-0,43	1,15	2,73	2,37	1,22	0,92	2,23	1,60	0,68	0,37	0,26	0,24	-0,13	0,15	0,21	0,47	0,32

ліквідності																				
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,53	0,99	0,53	0,00	0,57	0,90	1,43	0,86	0,07	0,08	0,13	0,06	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,01
Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованостей	2,02	2,66	1,45	-0,57	0,83	2,26	1,52	0,69	0,85	1,52	1,51	0,66	0,51	0,81	0,68	0,17	0,13	0,30	0,35	0,22

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток Л

**Оперативний аналіз фінансового стану ПАТ «Кагма», ПАТ «Обухівський молочний завод»,
ПАТ «Яготинський маслозавод» за коефіцієнтом Бівера, 2014-2016 рр.**

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2019 р. у % до 2017 р.
Чистий прибуток, тис. грн	1 893	2 642	987	52,14	6 824	12 520	8 600	126,03	25 028	60 745	129 631	36. у 5,1 р.
Амортизація, тис. грн	1 166	1 215	1 254	107,55	3 818	4 361	4 445	116,42	26 406	28 154	26 299	99,59
Довгострокові зобов'язання, тис. грн	0	0	0	0,00	0	0	0	0,00	105 045	199 260	207 018	197,08
Поточні зобов'язання, тис. грн	2 530	2 942	3 707	146,52	4 284	4 510	5 317	124,11	277 394	221 677	260 107	93,77

Коефіцієнт Бівера	0,287	0,485	-0,072	-0,36	0,702	1,809	0,781	0,08	-0,004	0,077	0,221	0,22
----------------------	-------	-------	--------	-------	-------	-------	-------	------	--------	-------	-------	------

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

Додаток М

Показники фінансової стійкості молокопереробних підприємств Київської області за 2017-2019 рр.

Показник	ПАТ «Кагма»				ПАТ «Обухівський молочний завод»				ПАТ «Яготинський маслозавод»				ПАТ «ЖЛК- Україна»				ТОВ «Білоцерківський молочний комбінат»			
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2017 р.	2018 р.	2019 р.	+, -	2014 р.	2015 р.	2016 р.	+, -
Показники структури джерел формування капіталу																				
Коефіцієнт автономії	0,86	0,86	0,83	-0,03	0,88	0,90	0,90	0,03	0,28	0,33	0,34	0,06	0,21	-0,12	-0,25	-0,46	-1,08	-1,64	-1,89	-0,81
Коефіцієнт концентрації	0,14	0,14	0,17	0,03	0,12	0,10	0,10	-0,03	0,72	0,67	0,66	-0,06	0,79	1,12	1,25	0,46	2,08	2,64	2,89	0,81

позикового капіталу																				
Коефіцієнт фінансового ризику	0,17	0,17	0,20	0,04	0,14	0,11	0,11	-0,03	2,61	2,03	1,98	-0,63	3,71	-9,19	-5,00	-8,71	-1,92	-1,61	-1,53	0,40
Коефіцієнт фінансової стабільності	6,03	6,01	4,96	-1,07	7,23	9,47	9,37	2,14	0,38	0,49	0,51	0,12	0,27	-0,11	-0,20	-0,47	-0,52	-0,62	-0,65	-0,13
Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,42	0,49	0,47	0,05	0,08	-0,03	-0,01	-0,10	0,00	0,00	-3,32	-3,32
Коефіцієнт довгострокових зобов'язань	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,27	0,47	0,44	0,17	0,02	0,00	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,50	0,50
Коефіцієнт поточних зобов'язань	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,73	0,53	0,56	-0,17	0,98	1,00	1,00	0,02	1,00	1,00	0,50	-0,50
Коефіцієнт страхування	0,01	0,01	0,01	0,00	0,06	0,05	0,06	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,03	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

бізнесу																				
Коефіцієнт страхування власного капіталу	0,02	0,01	0,01	0,00	0,07	0,06	0,06	-0,01	0,01	0,01	0,01	-0,01	0,12	-0,22	-0,10	-0,21	0,00	0,00	0,00	0,00
Коефіцієнт страхування зареєстрованого капіталу	0,32	0,32	0,32	0,00	0,68	0,78	0,97	0,29	0,53	0,53	0,53	0,00	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Показники стану оборотних активів																				
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,68	0,75	0,76	0,08	0,22	0,41	0,39	0,17	0,51	1,96	1,10	0,59	-1,59	4,73	2,58	4,17	1,50	1,26	0,40	-1,09
Коефіцієнт забезпечення оборотних активів ВОК	0,80	0,82	0,79	-0,01	0,62	0,80	0,79	0,17	0,21	0,65	0,50	0,29	-0,78	-1,07	-1,07	-0,29	-3,49	-3,67	-1,14	2,35
Коефіцієнт забезпечення запасів ВОК	1,50	2,00	1,33	-0,17	1,10	1,79	1,60	0,49	0,77	3,04	2,51	1,73	-2,26	-2,36	-2,11	0,14	-10,79	-	-	-355,48
																		134,52	366,27	

Коефіцієнт маневреності ВОК	0,13	0,22	0,14	0,01	0,35	0,23	0,39	0,03	0,27	0,04	0,13	-0,14	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,01
Показники стану основного капіталу																				
Коефіцієнт майна виробничого призначення	0,66	0,54	0,68	0,01	0,86	0,74	0,77	-0,09	0,52	0,48	0,41	-0,11	0,72	0,70	0,70	-0,01	0,69	0,45	0,33	-0,36
Коефіцієнт нагромадження амортизації	0,67	0,71	0,73	0,07	0,47	0,52	0,51	0,04	0,36	0,43	0,45	0,09	0,50	0,60	0,53	0,03	0,51	0,57	0,59	0,08
Коефіцієнт реальної вартості ОЗ	0,27	0,21	0,19	-0,08	0,58	0,43	0,46	-0,12	0,33	0,26	0,25	-0,08	0,51	0,37	0,37	-0,14	0,52	0,34	0,32	-0,20

Джерело: розраховано авторами за даними фінансової звітності підприємств.

