

## АНАЛІЗ ОПТИМАЛЬНОСТІ СТРУКТУРИ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

У статті обґрунтовано комплексний підхід до методики аналізу оптимізації структури власного капіталу акціонерних товариств (на основі одночасної максимізації зростання рентабельності власного капіталу та мінімізації середньозваженої вартості капіталу), що забезпечує достовірність, повноту й ефективність оцінки фінансового-майнового стану підприємства на перспективу.

The complex approach to methods of analysis of optimization of owners' equity structure of joint-stock companies (on the basis of simultaneous maximization of increase of owners' equity profitability and minimization of weighted average cost of capital), which provides reliability, completeness and efficiency of evaluation of financial and property state of a company for the future, are grounded in the article.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** За умов трансформаційних процесів в економічних відносинах вітчизняних суб'єктів господарювання, істотного розширення прав підприємств у галузі фінансово-економічної діяльності, значно зростає роль своєчасного та якісного аналізу фінансового стану підприємств, оцінки їх ліквідності, платоспроможності та фінансової стійкості, пошуку шляхів підвищення і зміцнення фінансової стабільності.

Спроби застосування вітчизняними аналітиками в практичній діяльності закордонних моделей оцінки фінансового стану корпорацій без врахування вітчизняних умов господарювання, нормативних актів з питань оцінки фінансового стану підприємствами різних галузей економіки без врахування особливостей здійснення фінансово-господарської діяльності, а також діючих в Україні нормативних документів, що містять значну кількість недоліків, можуть призвести до прийняття фінансовими менеджерами та представниками контролюючих органів помилкових управлінських рішень.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** У сучасній економічній літературі питанням організації, методики аналізу власного капіталу, оцінки фінансової стійкості підприємства приділяється все більша увага. Питання теорії та практики організації, методики аналізу власного капіталу й визначення фінансової стійкості підприємства досліджують як вітчизняні, так і зарубіжні вчені. Зокрема, це питання розглядали у своїх працях: М. С. Абрютіна, М. І. Баканов, І. Т. Балабанов, М. А. Болух, Ю. Ф. Брігхем, О. Д. Василик, Т. Вашневський, А. І. Гінзбург, Р. В. Домбровський, Т. Дудич, О. М. Загородна, С. В. Зарожевський, О. П. Зуділін, В. М. Івахненко, К. В. Ізмайлова, А. В. Калина, Т. С. Клебанова, Т. Кізюкевич, В. В. Ковальов, М. І. Ковальчук, М. Я. Коробов, Т. Д. Костенко, М. Н. Крейніна, Л. А. Лахтіонова, В. О. Мец, Н. В. Мисак, Є. В. Мних, В. М. Опарін, П. Я. Попович, М. Стельмах, Я. Степневські, В. В. Тищенко, І. Д. Фаріон, А. Д. Шеремет, С. І. Шкарабан та інші.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на значний науковий вклад дослідників у цій сфері, серед питань організації і методики аналізу формування та змін складових власного капіталу підприємств залишаються невирішеними окремі положення, що вимагає подальших досліджень та пошук нових підходів і напрямів з удосконалення існуючих. Пріоритетними напрямками досліджень в аналітичній сфері є розвиток методик економічного аналізу оцінки фінансового стану підприємств, що будуються на обґрунтованих організаційних засадах. Це зумовлено неспроможністю правильної оцінки стану справ на підприємствах через неадекватність західних методик розрахунку фінансових коефіцієнтів, несистематизованість напрямів аналізу фінансового стану підприємств.

**Постановка завдання.** Мета статті – вивчення підходів до аналізу оптимальності структури власного капіталу акціонерних товариств.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Аналіз літературних джерел з оцінки фінансової стійкості підприємств та формування на цій основі оптимального балансу між власним та залученим капіталом свідчить про існування певних протиріч і неоднозначності у визначенні фінансових показників для проведення рейтингової оцінки діяльності підприємств. Різні методики мають різний набір коефіцієнтів. Отже, існує необхідність дослідження сукупності показників, запропонованих різними авторами, для побудови методики аналізу формування оптимального балансу між власним та залученим капіталом, а також отримання найбільш повної та достовірної інформації про фінансово-майновий стан підприємства, фінансову стійкість зокрема.

Велика кількість методик, що пропонуються у літературі, містять, в основному, набори аналітичних коефіцієнтів, що говорить про те, що до теперішнього часу немає універсальної методики оцінки фінансової стійкості підприємств. Проаналізувавши навчальну літературу з економічного та фінансового аналізу [1; 2; 3, с.160–350; 4; 5; 6; 7; 8; 9; 10], можна зробити висновки, що на сьогоднішній день серед провідних вчених і науковців немає єдності щодо застосування коефіцієнтів фінансової стійкості. Крім того, немає єдності також щодо найменування цих коефіцієнтів. Автори наводять однаковий розрахунок показників, при цьому по-різному інтерпретуючи їх назву, для більшості авторів необхідними є лише 6 показників, щоб охарактеризувати фінансову стійкість підприємства: коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт маневреності власного капіталу, коефіцієнт довгострокового залучення позикового капіталу, коефіцієнт співвідношення залученого і власного капіталу, коефіцієнт фінансової незалежності та коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами. Проте такі автори як, М. А. Болух та М. І. Горбатюк [3, с.160–350], вважають необхідним визначати не лише загальноприйняті показники, щоб охарактеризувати фінансову стійкість підприємства, але і додаткові, з метою отримання найбільш повної та достовірної інформації про фінансовий стан підприємства: необхідно визначати також і показники стійкості економічного зростання, коефіцієнт чистої виручки, коефіцієнт нагромадження амортизації та загальний коефіцієнт покриття.

В цілому використання в Україні фінансових коефіцієнтів має свої недоліки. По-перше, багато коефіцієнтів було взято із західної літератури без будь-яких коментарів або мінімальної інтерпретації до специфіки функціонування українських підприємств у нестійкому економічному та політичному середовищі. По-друге, на відміну від західної практики, якій відомі десятки аналітичних коефіцієнтів, хоч при проведенні реального аналізу їх відбирають, орієнтуючись на певне коло користувачів, вітчизняні аналітики найчастіше пропонують практикам розраховувати усі можливі коефіцієнти “гуртом”, що нерідко призводить до множинності розрахунків та відсутності розуміння мети подібних розрахунків [11].

Критиці підлягають і коефіцієнти. На переконання М. Л. Котляра, недоліком застосування аналізу за допомогою коефіцієнтів є складність щодо остаточного висновку про стан підприємства, оскільки загальна картина за показниками часто неоднорідна [11]. Так, якщо за одним параметром підприємство має досить непоганий стан, то за іншими може вражати своїми поганими показниками. Цей фактор посилює суб'єктивність думки самого аналітика, тобто його схильність вважати певний параметр більше або менше важливим. Хоча даний фактор може бути і позитивним з тієї точки зору, що не кожен аналітик зможе провести якісний аналіз та взяти на себе відповідальність за правильність зроблених висновків, наданих рекомендацій і, як наслідок, це призведе до зростання ролі та професійних наукових працівників фінансових служб підприємств та зовнішніх аналітиків.

Перевагами ж застосування відносних показників для оцінки фінансової стійкості підприємства М. Л. Котляр вважає його методологічну прозорість, тобто обчислення коефіцієнтів не потребує спеціальних математичних знань, і будь-яка особа, що достатньою мірою володіє економічною термінологією, здатна зрозуміти значення показників.

Але, необхідно зауважити, що методика розрахунку того чи іншого показника повинна бути пристосована до існуючих форм фінансової звітності або містити посилання на точне джерело даних. В цьому випадку процес розрахунку коефіцієнтів буде легким, прозорим і забезпечить порівнянність результатів, а керівництво підприємства зможе своєчасно одержувати оперативну інформацію, що дасть змогу виявити слабкі місця ще на ранніх етапах та вчасно вжити всіх потрібних заходів.

Узагальнивши все вищесказане, можна зробити висновок, що аналіз фінансової стійкості може включати будь-яку кількість показників від чотирьох до двадцяти, це залежить від потреб користувачів такої інформації. Проте, на думку автора, аналіз буде тільки тоді доцільним та ефективним, коли він здійснюється на основі аналітичних показників діяльності підприємства, охоплює всі сфери його функціонування, з метою забезпечення виявлення всіх факторів, що мають вплив на таку діяльність.

Проведений огляд літературних джерел засвідчив відсутність єдиної методики оцінки фінансової стійкості підприємства. У зв'язку з цим пропонується удосконалена методика оптимізації структури капіталу (рис. 1).



Рис. 1. Порядок проведення аналізу оптимальності структури власного капіталу акціонерного товариства

Для аналізу складу і структури власного і залученого капіталу необхідно оцінити зміну величини власного та залученого капіталу, зміну розміру питомої ваги кожної складової та їх впливу на побудову оптимального балансу між власним та залученим капіталом. Аналіз динаміки передбачає розрахунок абсолютних відхилень величини як власного і залученого капіталу, так і окремих його складових. У процесі подальшого дослідження необхідно проаналізувати зміни за кожною статтею власного та залученого капіталу, враховуючи, що аналіз і склад структури пасивів підприємства повинен бути спрямований не на констатацію процесів, що відбуваються, а на вивчення можливостей підприємства ефективно працювати за рахунок власних джерел, покриваючи при цьому свою

поточну та довгострокову заборгованість не втрачаючи запасу фінансової стійкості.

Оцінка змін, що відбулися в структурі джерел, може бути різною з позиції інвесторів і з позиції підприємства. Для інвесторів ситуація більш надійна, якщо частина власного капіталу у клієнта більше 50 %, що виключає високий фінансовий ризик. Підприємства, як правило, зацікавлені у наявності залучених коштів. Отримавши позикові кошти під менший відсоток, ніж рентабельність підприємства, можна розширити обсяги виробництва, підвищити прибутковість власного капіталу.

Залучення позикових коштів в оборот підприємства – нормальне явище, що сприяє тимчасовому покращенню фінансового стану за умови, якщо кошти не заморожуються на тривалий час в обороті та своєчасно повертаються. В іншому випадку може виникнути прострочена кредиторська заборгованість, що призводить до виплати штрафів, застосування санкцій і погіршення фінансового стану. Використання зобов'язань впливає як на ступінь ризику, так і на дохід підприємства.

Дослідження структури пасиву балансу дозволяє встановити одну з можливих причин фінансової стійкості (нестійкості) підприємства. Так збільшення частки власного капіталу за рахунок будь-якого із джерел сприяє посиленню фінансової стійкості підприємства. При цьому наявність нерозподіленого прибутку може розглядатися як джерело поповнення оборотних засобів і зниження рівня поточної кредиторської заборгованості.

Особлива роль аналізу структури капіталу при оцінці фінансової стійкості зумовлена його функціями: статутний та додатковий капітал підприємства дає змогу організувати процес виробництва продукції, застосовувати прогресивні технології, висококваліфіковану робочу силу, посилити власні позиції на ринку. Крім того, розмір власного капіталу забезпечує довіру партнерів підприємства (як інших підприємств, так і банків), що визначає можливість отримати від них фінансові вкладення у разі необхідності для усунення дій несприятливих факторів. Якщо обсяг власного капіталу невеликий, то кредитори мають певний підприємницький ризик. Власний капітал відіграє роль «буферу», захищає підприємство від банкрутства.

Фінансова залежність чи співвідношення між власним капіталом підприємства і його зобов'язаннями – це ключ до фінансової стабільності і надійності підприємства, з одного боку, і до інтенсивності використання капіталу та рентабельності в цілому – з іншого. Чим активніше використовує підприємство залучений капітал, тим більше у акціонерів потенційних можливостей отримати прибуток. Одночасно зростає і ризик невиконання всіх зобов'язань, взятих підприємством при залученні цього капіталу.

Ефективність процесу формування, розподілу, використання фінансових ресурсів на підприємстві, рівень його фінансової стійкості, здатність виконувати свої зобов'язання неможливо визначити без проведення ретроспективного аналізу ефективності управління капіталом. Для більшої об'єктивності досліджень обмежимо коло досліджуваних підприємств рамками окремої галузі промисловості (для прикладу кондитерської).

Для початку на основі даних фінансової звітності 8-ми вітчизняних акціонерних товариств кондитерської галузі промисловості за 2009–2010 рр. проведемо аналіз структури та динаміки складових власного капіталу таких підприємств (АТ «Рівненська кондитерська фабрика», АТ «Донецький булочно-кондитерський комбінат», АТ «Київська кондитерська фабрика Рошен», ВАТ «Полтавакондитер», ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.», ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика», ЗАТ «Одесакондитер», ЗАТ «Торговий дім Люксембурзький»).

Отже, на основі аналізу структури та динаміки складових власного капіталу акціонерних товариств кондитерської галузі промисловості за 2009–2010 рр. встановлено, що частка статутного капіталу є надзвичайно малою у фінансуванні діяльності підприємств (від 0,02 % до 34,76 % відносно валюти балансу). На 6 підприємствах з 8-ми у 2010 р. у порівнянні з 2009 р. спостерігалось зменшення питомої ваги статутного капіталу відносно валюти балансу, що напряму залежить від розвитку економіки та фондового ринку, а також ефективності господарської діяльності вітчизняних підприємств. Підприємствам необхідно

значно збільшувати розмір статутного капіталу, оскільки це підвищує їх стійкість на ринку, довіру зі сторони кредиторів, можливості росту та відіграє важливе значення в прибутковій господарській діяльності акціонерного товариства.

Частка додаткового капіталу як у структурі власного капіталу, так і у величині валюти балансу, на більшості підприємств є незначною (в середньому 1-2 %). Проте на деяких акціонерних товариствах вона є набагато більшою. Так, на ЗАТ «Торговий дім Люксембурзький» питома вага у валюті балансу даної складової власного капіталу складає 28-36 %, на ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.» досягає 50 %, і перевищує даний показник на ЗАТ «Одесакондитер».

Додатковий капітал вітчизняних акціонерних товариств представлений в основному сумою дооцінки основних засобів, в балансах підприємств в статті «Інший додатковий капітал» розміщені величезні суми, котрі в декілька разів перевищують статутний капітал (на АТ «Донецький булочно-кондитерський комбінат», ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.», ЗАТ «Одесакондитер», ЗАТ «Торговий дім Люксембурзький»).

Акціонерні товариства не прагнуть переводити суми додаткового капіталу до статутного, оскільки побоюються отримати збитки у майбутньому, а додатковий капітал у такому випадку виступає захисним бар'єром, який можна використати будь-коли і без жодних обмежень на покриття збитків від розміщення акцій. Необхідно законодавчо закріпити нормативне значення додаткового капіталу в розмірі 20 % від статутного капіталу акціонерних товариств. Зменшення додаткового капіталу повинно відбуватися за поступового зростання розмірів статутного, резервного капіталів та нерозподіленого прибутку.

Станом на 31.12.2010 р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано випуск акцій на суму 393,15 млрд. грн. Станом на 31.12.2009 р. аналогічний показник становив 101,7 млрд. грн. Проаналізувавши динаміку обсягів емісій акцій, зроблено висновок, що піки зростання активності на первинному ринку акцій співпадають у часі зі зростанням величини додаткового капіталу. Це означає, що причинами збільшення даного елемента власного капіталу у 2009–2010 рр. в тому числі була й фінансова діяльність, а не лише дооцінка та індексація основних засобів акціонерних товариств.

Величина резервного капіталу в структурі власного капіталу та валюти балансу усіх акціонерних товариств, крім ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика», залишалася незначною (в структурі власного капіталу – від 0,01 % до 7,77 %, в структурі валюти балансу – від 0,01 % до 6,037 %), що є негативним, адже є ризик непокриття можливих збитків товариств та недостатнього забезпечення фінансування розвитку підприємств.

Оптимальне значення на рівні 15 % в структурі власного капіталу спостерігається лише на ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика», хоча у 2010 р. в порівнянні з 2009 р. спостерігається значне зменшення питомої ваги резервного капіталу (від 24,85 % до 14,05 %).

У зв'язку з цим пропозицією до оптимізації структури власного капіталу акціонерних товариств в частині такої важливої його складової як резервний капітал, є пришвидшення темпів нарощення резервного капіталу, адже його приріст характеризує готовність підприємства до ризику, з яким пов'язана підприємницька діяльність суб'єкта господарювання. Крім того, це забезпечить збільшення акціонерної власності, створить можливість виплати дивідендів за привілейованими акціями, навіть за відсутності прибутку, забезпечить покриття непередбачених витрат і збитків без ризику втрати фінансової стійкості товариства.

Вирішення даного завдання, перш за все, залежить від прибутковості діяльності товариства, оскільки резервний капітал формується щорічними відрахуваннями з чистого прибутку. Виходячи з наведених аналітичних даних, підприємства не зацікавлені у нарощуванні резервного капіталу. При цьому чинним законодавством не передбачено санкції до порушників вимог щодо нормативної величини даного капіталу. В той же час, доки не

сформована мінімальна величина резервного капіталу, підприємство не може використовувати його для фінансування своєї діяльності, а лише для покриття збитків. У результаті отриманий чистий прибуток залишають у формі нерозподіленого прибутку.

Значна питома вага нерозподіленого прибутку в структурі власного капіталу та валюти балансу спостерігається лише в АТ «Донецький булочно-кондитерський комбінат» та ВАТ «Полтавакондитер». Низька прибутковість діяльності акціонерних товариств, що підтверджена незначною питомою вагою нерозподіленого прибутку як в структурі валюти балансу, так і у власному капіталі на більшості досліджуваних підприємств спричинила нераціональну структуру власного капіталу. В результаті цього товариства обмежені у фінансуванні розвитку власними джерелами, виплаті дивідендів, відрахувань до резервного та інших фондів товариства. Усе це негативно впливає на ринкову капіталізацію фондового ринку України в цілому.

Проведений аналіз складових власного капіталу акціонерних товариств кондитерської галузі показав результати диспропорційності формування структури власного капіталу. Такий стан ускладнює розрахунки з бюджетом, постачальниками, кредитором, що не сприяє стабілізації обсягів діяльності, ефективному використанню виробничих потужностей, призводить до низьких інвестиційних можливостей вітчизняних акціонерних товариств, незначних темпів зростання їх прибутковості та інвестиційної привабливості. У зв'язку з цим такі диспропорції в структурі власного капіталу є причиною низької ринкової капіталізації українського фондового ринку, його низької активності та ліквідності на світовому ринку цінних паперів (за класифікацією Standard & Poor's, вітчизняний ринок цінних паперів віднесено до групи граничних (незначних) ринків (Frontier markets)). Ринкова капіталізація найбільших українських компаній залишається низькою, пропозиція фінансових інструментів для інвестицій дуже обмежена. Якщо в США за останні 10 років у середньому в місяць відбувалося 48 виходів нових компаній на ринок, то в Україні за всю історію ринку практично не було широкомасштабних публічних розміщень акцій.

Для забезпеченості комплексності проведення аналізу недостатнім є оцінка динаміки та структури власного капіталу досліджуваних підприємств, потребує детальнішого дослідження фінансової стійкості підприємств за низкою основних 10 показників (незалежності, фінансової стійкості, маневреності власного капіталу, забезпеченості власними оборотними засобами, концентрації залученого капіталу, структури довгострокових вкладень, довгострокового залучення позикових коштів, структури залученого капіталу, фінансового левериджу і коефіцієнта фінансування).

Досягають оптимального значення коефіцієнти фінансової незалежності ( $>0,5$ ) та фінансової стійкості ( $>1,0$ ) на трьох підприємствах з 8-ми проаналізованих (ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.», ЗАТ «Одесакондитер», ВАТ «Полтавакондитер»), що засвідчує низьку платоспроможність в часі більшості підприємств за умови порушення рівноваги між власними та залученими коштами. Поряд з цим, позитивним є зменшення залежності підприємств від зовнішніх джерел фінансування (збільшення коефіцієнту фінансової незалежності та стійкості) на АТ «Рівненська кондитерська фабрика», АТ «Донецький булочно-кондитерський комбінат» та ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика», що підтверджує високий рівень платоспроможності підприємств у часі. На даних трьох підприємствах частка залученого капіталу в загальній величині валюти балансу підприємств досягає оптимального значення ( $<0,5$ ).

Аналізуючи показники маневреності власного капіталу та забезпеченості власними оборотними коштами, зроблено висновок про досягнення оптимального ступеня мобільності використання власних коштів лише на трьох підприємствах (ЗАТ «Одесакондитер», ВАТ «Полтавакондитер», ЗАТ «Торговий дім Люксембурзький»). На решті підприємств незначна частина оборотних активів фінансується за рахунок власних оборотних коштів, що є досить негативним явищем в господарській діяльності підприємств.

Оптимальне значення коефіцієнтів концентрації залученого капіталу, структури довготермінових вкладень ( $<0,3$ ), довгострокового залучення позикових коштів ( $<0,3$ ) та

структури залученого капіталу ( $<0,4$ ) досягнуто лише на ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика» та ВАТ «Полтавакондитер», що вказує на незначну частку довгострокових позик в загальному обсязі джерел формування майна акціонерних товариств.

Співвідношення залученого капіталу до власного є оптимальним ( $<1$ ) лише на ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.», ЗАТ «Одесакондитер», ВАТ «Полтавакондитер». На решті підприємств даний показник не досягає рекомендованого оптимального значення, що вказує на неспроможність підприємств покрити свої зобов'язання власними коштами і відповідно свідчить про високий рівень ризиковості ефективного функціонування таких товариств на перспективу.

Відповідно до запропонованої методики наступним етапом аналізу фінансової стійкості акціонерних товариств виступає визначення типу їх фінансової стійкості. Розрахунки за досліджуваними підприємствами показали, що абсолютну стійкість фінансового стану за 2010 р. продемонстрували 3 підприємства з 8-ми (ЗАТ «Одесакондитер», ЗАТ «Торговий дім «Люксембурзький», ВАТ «Полтавакондитер»), нормальну стійкість фінансового стану – 1 підприємство (АТ «Донецький булочно-кондитерський комбінат»), нестійкий фінансовий стан притаманний для найбільшої кількості акціонерних товариств – 4 (АТ «Рівненська кондитерська фабрика», ВАТ «Кондитерська фабрика А.В.К.», Публічне АТ «Київська кондитерська фабрика Рошен», ВАТ «Вінницька кондитерська фабрика»).

Із розрахунків видно, що на сьогоднішній день для переважної більшості підприємств актуальним питанням виступає оптимізація структури капіталу. Це таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, при якому забезпечується найефективніша пропорційність між дохідністю та фінансовою стійкістю підприємства.

Такі автори, як Є. Брігхем, А. Гропелі, Е. Нікбахт, М. Крейніна, Є. Стоянова [12; 13; 14], визначають оптимальну структуру капіталу як певне співвідношення власного та позичкового капіталу, яке призводить до максимізації вартості акцій підприємств. Тобто критерієм оптимальності структури капіталу ці дослідники вважають максимальну ціну акцій товариств.

Інша частина вчених як критерій оптимізації співвідношення власного та позикового капіталів виділяє вартість підприємств в цілому. До цієї групи можна віднести В. Ковальова, Дж.Г. Сігела, О. Терещенка, Дж.К. Шима та ін. [15, с.12–130]. На їх думку, метою оптимізації структури капіталу підприємства є формування оптимального співвідношення різних джерел фінансування діяльності підприємства, при якому максимізується вартість самого підприємства.

Ще один критерій оптимальної структури капіталу – співвідношення рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства – виділяється такими дослідниками, як І. Бланк, Л. Коваленко, Н. Невмержицька, О. Павловська, Н. Притуляк, П. Ремньова [16, с.50–55; 17]. Оптимальна структура капіталу – таке співвідношення власних і позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та фінансової стійкості підприємства.

Отже, єдиного підходу до визначення оптимальної структури капіталу не існує. Дуже низька частка залученого капіталу фактично означає, що компанія не використовує додаткове джерело фінансування (що збільшує вартість капіталу і необхідну норму прибутковості майбутніх інвестицій). З іншого боку, значна частина залучених джерел в структурі капіталу підвищує достовірність настання стану неплатоспроможності і, відповідно, збільшує ризики для інвестора, який також підвищує необхідну норму прибутковості.

Якщо у 80–90-ті рр. ХХ ст. в розвинених країнах світу досить високою вважали частку позикового капіталу на рівні 40–50 %, то в останньому десятилітті прийнятним є відповідний показник на рівні 60–70 %.

При цьому більшість зарубіжних економістів стверджує, що залучені ресурси є дешевшими і тому вигіднішими, в порівнянні з власними. У вітчизняній же практиці

зворотня картина. Теперішні ставки за кредитні ресурси є надто високими, їх неможливо порівняти із західними. Крім того, акціонери не можуть претендувати на такі високі ставки дивідендних виплат, як за кордоном. До того ж, за словами Я. Д. Крупки [18], нарахування цих виплат здійснюється за залишковим принципом, за ставками, встановленими до фактичної суми чистого прибутку. В умовах низької рентабельності і ставки дивідендів будуть низькими, тоді як ставки плати за кредит не залежать від результатів діяльності. Оцінюючи власні й залучені ресурси, треба мати на увазі ще й те, що позиковий капітал є більш ризиковим, ніж власний.

Водночас, найбільш поширеною і економічно обґрунтованою є стратегія диверсифікації джерел фінансування, що підвищує гнучкість підприємства у мінливому економічному середовищі [19, с.207–208].

Отже, у світовій практиці визначилися певні основні шляхи оптимізації структури капіталу.

1. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності при різній структурі капіталу. Остання відображається через такий показник, як ефект фінансового важеля (левериджу).

Фінансовий леверидж – це використання підприємством позикового капіталу, яке впливає на зміну дохідності власного капіталу і дає йому можливість одержати додатковий прибуток на власний капітал. На думку В. В. Ковальова [20, с.515–514], фінансовий леверидж – це стратегічна характеристика економічного потенціалу підприємства.

Ефект фінансового левериджу може бути як додатною величиною, так і від'ємною. Крім того, цей ефект виникає завдяки використанню не лише платного кредиту, але і безоплатних позикових ресурсів (кредиторської заборгованості). Чим вищою є частка останніх в загальній сумі позикових коштів, тим вищим є значення ефекту фінансового левериджу.

Позитивний ефект фінансового левериджу виникає у тих випадках, коли позиковий капітал, який отримано під фіксований відсоток, використовується підприємством у процесі діяльності таким чином, що приносить більш високий прибуток, ніж фінансові витрати, тобто дохідність сукупного капіталу вища за середньозважену ціну позикових ресурсів [21, с.162].

Є. С. Стоянова сформулювала два важливих правила:

1. Якщо нова позика приносить підприємству підвищення рівня ефекту фінансового важеля, то така позика вигідна. Але при цьому необхідно найуважнішим чином слідкувати за станом диференціалу: при нарощенні плеча фінансового важеля банкір схильний компенсувати зростання свого ризику підвищенням ціни свого кредиту.

2. Ризик кредитора виражається величиною диференціала (різниця між економічною рентабельністю активів та середньою розрахунковою ставкою відсотку по позикових коштах): чим більше диференціал, тим менше ризик; чим менше диференціал, тим більше ризик.

Головним висновком цих правил є те, що розумний фінансовий менеджер не буде збільшувати будь-якою ціною плече фінансового важеля, а буде регулювати його в залежності від диференціалу.

Таким чином, у викладених правилах, за підходом Є. С. Стоянової, сформульовані головні критерії формування раціональної структури капіталу підприємства на основі вказаних критеріїв, але суто індивідуально.

Вивчення методик оцінки ефекту фінансового левериджу дає змогу сказати, що знання механізму впливу позикового капіталу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

2. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного та позикового капіталів за різних умов їх формування, обслуговування та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої



вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості підприємства.

Модель мінімізації середньозваженої вартості власного капіталу має такий вигляд:

$$CBVK = \sum_{i=1}^n C_i B_i \rightarrow \min \quad (1)$$

де СВВК – середньозважена вартість власного капіталу товариства;  $C_i$  – частка  $i$ -ої складової власного капіталу в його загальному обсязі, %;  $B_i$  – вартість  $i$ -ої складової капіталу;  $i$  – індекс складової власного капіталу (статутний капітал, додатковий, резервний, неоплачений капітал, нерозподілені прибутки (непокриті збитки), ( $i=1, \dots, n$ )).

За кордоном цей метод підлягає значній критиці. Вважається, що ціна капіталу не залежить від його структури, і тому її неможливо оптимізувати. За такою концепцією ціна капіталу завжди буде вирівнюватися шляхом перерозподілу ресурсів, які отримують підприємства від фізичних осіб через операції на фондовому ринку [18, с.126]. При цьому мають бути дотримані наступні вимоги: наявний ефективний ринок, відсутність однаковий розмір відсотків для фізичних та юридичних осіб, можливість ідентифікації підприємства за однаковими ступенями ризику. Дотримання цих обмежень у вітчизняній практиці є поки що неможливим.

3. Метод оптимізації структури капіталу за критерієм фінансових ризиків. Він пов'язаний із процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротний актив, оборотний актив (з поділом на постійну й змінну частини).

В основі кожного з вищезазначених методів лежить лише один конкретний показник. З урахуванням нинішніх підходів до оптимізації структури капіталу підприємств доцільно проводити комплексні заходи щодо оптимізації, які містять збалансування декількох критеріїв. На думку автора, найбільш раціональним щодо досягнення оптимальності співвідношення структурних елементів капіталу підприємства може бути метод, який ґрунтується на одночасній максимізації зростання рентабельності власного капіталу та мінімізації середньозваженої вартості капіталу, тому необхідно розрахувати таку структуру капіталу, при якій середньозважена вартість капіталу та величина фінансового левериджу будуть найоптимальнішими.

Так, метод оптимізації цільової структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу) дає можливість розрахунково знайти лише оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо використовувати тільки його, то другий аспект достатності власних коштів для нормального функціонування підприємства – його платоспроможність – може бути недопустимо заниженим. Тобто оптимально великий рівень ефекту фінансового важеля визначає зростання рентабельності власного капіталу і в той же час, як правило, призводить до погіршення фінансового стану підприємства. А саме – до порушення умов платоспроможності та, як наслідок, до нестачі власних грошових коштів у підприємства.

Формування оптимальної структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості також може призвести до втрати підприємством своєї фінансової стійкості. Адже, як правило, вартість капіталу підприємства є вищою, ніж позикового, і звичайно, політика формування фінансових ресурсів буде акцентована переважно на використанні залучених коштів.

Але загальна рекомендація більшості науковців зводиться до того, що 100 %-ий позиковий капітал і виключно власне фінансування є неоптимальними стратегіями управління, тому необхідно розрахувати таку структуру капіталу, при якій середньозважена вартість капіталу та величина фінансового левериджу будуть найоптимальнішими.

Шляхом побудови комплексної моделі необхідно визначити оптимальну структуру фінансових ресурсів на прикладі одного з досліджуваних підприємств за показниками його діяльності у 2010 р. – ЗАТ «Торговий дім «Люксембурзький» (табл. 1). При розрахунку використано умовне значення ставки відсотка за кредит, яке дорівнює 20 %.

Таблиця 1

Розрахунок оптимальності структури капіталу за критерієм мінімізації її середньозваженої вартості та максимізації ефекту фінансового левериджу

Показники	Частка позикового капіталу								
	30 %			50 %			80 %		
1	2			3			4		
1. Капітал, разом, тис. грн	52539			52539			52539		
2. Власний капітал, тис. грн	36777			26269			10507		
3. Позиковий капітал, тис. грн	15761			26269			42031		
4. Прибуток до сплати відсотків і податку, валовий прибуток (варіанти), тис. грн	13000	15000	20000	13000	15000	20000	13000	15000	20000
5. Відсотки за позики (20 % x p. 3), %	3152,34	3152,34	3152,34	5253,9	5253,9	5253,9	8406,24	8406,24	8406,24
6. Прибуток (p.4-p.5), тис. грн	9847,66	11847,66	16847,66	7746,1	9746,1	14746,1	4593,76	6593,76	11593,76
7. Податок на прибуток (23 % x p. 6), тис. грн	2264,96	2724,96	3874,96	1781,60	2241,6	3391,6	1056,56	1516,56	2666,56
8. Чистий прибуток (p. 6-p. 7), тис. грн	7582,7	9122,7	12972,7	5964,5	7504,5	11354,5	3537,2	5077,2	8927,2
9. Рентабельність власного капіталу (p. 8-p. 2), %	0,206	0,248	0,353	0,227	0,286	0,432	0,337	0,483	0,85
10. Рівень фінансового важеля	1,33			1,68			2,85		
11. Питома вага складових у загальній сумі власного капіталу, %	статутний капітал	додатково вкладений капітал	інший додатковий капітал	резервний капітал	нерозподілений прибуток	неоплачений капітал	вилучений капітал		
	7,47	0	90,20	1,87	0,44	0	0,02		

У результаті розрахунків можна зазначити, що найкращим варіантом співвідношення між власним і позиковим капіталом підприємства за критерієм максимізації фінансового левериджу є 3-й варіант, де частка власного капіталу становить 20 %, а позикового – 80 %. Це свідчить про те, що чим вища питома вага позикових коштів в загальній сумі капіталу, тим більший рівень прибутку він отримує на власний капітал. Проте за іншим критерієм – мінімізації середньозваженої вартості капіталу – найнижче значення даного показника притаманне для 1-го варіанту, коли співвідношення власного та позикового капіталу складає 70 : 30. Тому за такої ситуації оптимальною структурою капіталу є 2-й варіант, коли співвідношення власного та позикового капіталу складає 50 : 50.

Рекомендованими напрямками структуризації власного капіталу є наступні: збільшення розміру статутного капіталу, зростання величини резервного капіталу (оптимально – більше 15 %), використання додаткового капіталу (рекомендоване значення – менше 20 %) та нарощування нерозподіленого прибутку. Для цього вітчизняним акціонерним товариствам, зокрема і ЗАТ «Торговий дім «Люксембурзький», необхідно здійснити систему заходів для забезпечення оптимізації структури власного капіталу:

спрямування значних розмірів додаткового капіталу на збільшення статутного капіталу, що в свою чергу сприятиме диверсифікації господарської діяльності підприємств, а отже і їх прибутковості; створення фондів і резервів, зокрема, дивідендного резерву для реалізації стабільної дивідендної політики, яка буде сприяти зростанню ринкової вартості товариства.

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності передбачає використання механізму фінансового левериджу. Розрахунок рівня фінансового важеля показав наступні результати:

$$R\Phi B_{n/\kappa(30\%)} = \frac{(0,353 - 0,206) \div 0,206 \times 100\%}{((20000 - 13000) \div 13000 \times 100\%)} = 1,33$$

$$R\Phi B_{n/\kappa(50\%)} = \frac{(0,432 - 0,227) \div 0,227 \times 100\%}{((20000 - 13000) \div 13000 \times 100\%)} = 1,68$$

$$R\Phi B_{n/\kappa(80\%)} = \frac{(0,85 - 0,337) \div 0,337 \times 100\%}{((20000 - 13000) \div 13000 \times 100\%)} = 2,85$$

Щодо методик оцінки ефекту фінансового левериджу, то існують різні підходи до їх розробки. Найбільш розповсюдженими є “американська” та “європейська” методики. Будемо керуватися розробками європейської методики Є.С. Стоянової [22], за якими ефект фінансового левериджу розраховують за формулою (1):

$$E\Phi B = (1 - C_{nn}) \times (K_{вpa} - C_в) \times \frac{PK}{BK}, \%, \quad (2)$$

де  $C_{nn}$  – ставка податку на прибуток;  $K_{вpa}$  – коефіцієнт валової рентабельності активів, %;  $C_в$  – ставка відсотку за кредит, що сплачується підприємством за використання залученого капіталу, %;  $PK$  – середня сума позикового капіталу;  $BK$  – середня сума власного капіталу.

Отже, застосування механізму фінансового левериджу дає змогу визначити оптимальну структуру капіталу, яка забезпечує максимальний рівень фінансової рентабельності.

При цьому єдиного підходу до розрахунку коефіцієнта валової рентабельності активів не існує. Так, І.О. Бланк вважає, що вона визначається, як «...відношення валового прибутку до середньої вартості активів» [16, с.436]. Відповідно до іншого підходу, який підтримує І. Й. Яремко, коефіцієнт валової рентабельності активів розраховується як відношення чистого прибутку до середньої вартості активів. За даним підходом проведено розрахунки рентабельності активів по ЗАТ «Торговий дім “Люксембурзький”».

На рівень динаміки показників рентабельності впливає вся сукупність виробничо-господарських факторів: рівень організації виробництва та управління; структура капіталу та його джерела; ступінь використання виробничих ресурсів; обсяг, якісь і структура продукції; витрати на виробництво і собівартість продукції; прибуток за видами діяльності та напрями його використання [23, с.250].

В умовах існування варіативності методів обчислення рентабельності власного капіталу обґрунтовано переваги застосування для акціонерних товариств кореляційно-регресійної моделі, яка передбачає дію шести основних факторів:  $x_1$  – показник рентабельності реалізації (р. 050 ф. 2 / р. 035 ф. 2);  $x_2$  – коефіцієнт фінансової залежності (р. 640 ф. 1 / р. 380+430+630 ф. 1);  $x_3$  – частка поточних зобов’язань у валюті балансу (р. 620 ф. 1 / р. 640 ф. 1);  $x_4$  – коефіцієнт поточної платоспроможності (р. 260 ф. 1 / р. 620 ф. 1);  $x_5$  – коефіцієнт оборотності поточних активів (р. 035 ф. 2 / р. 260 ф. 1);  $x_6$  – коефіцієнт реінвестування чистого прибутку (р. 350 ф. 1 / р. 050 ф. 2).

Багатофакторний кореляційно-регресійний аналіз дає змогу оцінити міру впливу на досліджуваний результативний показник кожного із введених у модель факторів при фіксованому положенні на середньому рівні інших факторів. Важливою умовою є відсутність функціонального зв’язку між факторами.

Згідно з методикою кореляційно-регресійного аналізу оцінка параметрів моделі

максимізації рентабельності власного капіталу здійснювалася на основі методу найменших квадратів. Апробована модель в практику діяльності ЗАТ «Торговий дім «Люксембурзький» за 2010 р. має наступний вигляд:

$$Y = -55,83 - 0,5 \cdot x_1 + 1,84 \cdot x_2 + 1 \cdot x_3 + 11,56 \cdot x_5 \quad (3)$$

Найменший вплив на рентабельність власного капіталу згідно з розрахунками здійснюють показники поточної платоспроможності та реінвестування чистого прибутку, а найбільший – коефіцієнт оборотності поточних активів: при його збільшенні на 1 % рентабельність власного капіталу зростає на 11,46 %. Варіація показника рентабельності власного капіталу на 67,7% визначається варіацією факторів, відображених в моделі. Обчислене фактичне значення F-критерію Фішера (9,22) значно перевищує його критичне значення (2,66), таким чином, із ймовірністю 0,95 можна стверджувати про наявність істотного зв'язку між залежною і пояснювальними змінними. Рівень середньої відносної похибки прогнозу складає 3,264 %, що показує високу якість прогнозу. Аналіз  $\beta$ -коефіцієнтів показав, що на рентабельність власного капіталу найбільший вплив із шести досліджуваних факторів, з врахуванням їх варіації, мала оборотність поточних активів. Це також підтвердив аналіз часткових коефіцієнтів еластичності.

На заключних етапах аналізу порівнюються витрати з вигодами від оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства за допомогою математичних розрахунків і приймається рішення про необхідність здійснення оптимізації структури власного капіталу товариства.

Використання запропонованої структурно-логічної моделі аналізу оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства дозволяє отримати детальну інформацію про фінансову стійкість підприємства, зробити відповідні висновки про наявні та потенційні можливості підвищення його фінансової стабільності, а також розробити стратегію уникнення кризових ситуацій та скласти в загальній формі прогноз господарсько-фінансового стану підприємства.

**Висновки і перспективи подальших розробок.** Функціонування системи стратегічного управління власним капіталом підприємства ускладнене відсутністю регламентованої чинним законодавством методики аналізу оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства. Для подолання даного недоліку запропоновано комплекс організаційних процедур проведення такого аналізу (завдання, фактори формування оптимальної структури капіталу, об'єкти та суб'єкти, інформаційна база) та порядок проведення аналізу оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства.

Методика аналізу оптимальності структури власного капіталу побудована на поєднанні ретроспективного та перспективного аналізу фінансової стійкості підприємств, одночасній максимізації зростання рентабельності власного капіталу та мінімізації середньозваженої вартості капіталу. При цьому максимізацію рентабельності власного капіталу запропоновано прогнозувати з використанням шестифакторної кореляційно-регресійної моделі. Застосування вдосконаленої методики аналізу оптимізації структури власного капіталу акціонерного товариства забезпечує отримання найбільш повної та достовірної інформації про фінансово-майновий стан підприємства і спрогнозувати можливі напрями оптимізації структури капіталу задля підвищення показників розвитку підприємства.

#### Список використаної літератури

1. Гинзбург А. И. Экономический анализ: учебник [для вузов] / А. И. Гинзбург. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – СПб: Питер, 2008. – 528 с.
2. Економічний аналіз і діагностика стану сучасного підприємства: [навч. посіб.]. / [Т.Д. Костенко, Є.О. Підгора, В.С. Рижиков та ін.]. – Київ: Центр навчальної літератури, 2005. – 400 с.
3. Економічний аналіз: [навч. посіб.]. / М. А. Болюх, В. З. Бурчевський, М. І. Горбаток та ін. / за ред. акад. НАНУ, проф. М. Г. Чумаченка. – Вид. 2-ге, перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2003. – 560 с.

4. Калина А. В. Сучасний економічний аналіз і прогнозування (мікро- та макрорівень): [навч.-метод. посіб.] / А. В. Калина, М. І. Конєва, В. О. Ященко. – [2-ге вид.]. – К.: МАУП, 1998. – 272 с.
5. Ковалев В. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: [учеб.] / В. В. Ковалев, О. Н. Волкова. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 424 с.
6. Ковалев В. В. Финансовая отчетность. Анализ финансовой отчетности (основы балансоведения): учеб. пособие / В. В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. – 432 с.
7. Кожанова Е. Ф. Экономический анализ: [учебное пособие для самостоятельного изучения дисциплины] / Е. Ф. Кожанова, И. П. Отенко. – Х.: ИНЖЭК, 2003. – 208 с.
8. Кравченко Л. И. Анализ хозяйственной деятельности в торговле: [учебник] / Л. И. Кравченко. – [7-е изд., перераб.]. – М.: Новое знание, 2004. – 544 с.
9. Мец В. О. Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства: [навч. посіб.] / В. О. Мец. – К.: КНЕУ, 1999. – 132 с.
10. Мошенський С. З. Економічний аналіз: [підручник для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів] / С. З. Мошенський, О. В. Олійник / За ред. д. е. н., проф., Заслуженого діяча науки і техніки України Ф.Ф. Бутинця. – 2-ге вид., доп. і перероб. – Житомир: Рута, 2007. – 704 с.
11. Бойчак Т. М. Методика розрахунку та застосування відносних показників для оцінки фінансової стійкості підприємства: переваги та недоліки [Інститут менеджменту та економіки “Талицька академія”] / [Електронний ресурс] / Т. М. Бойчак. – Режим доступу: [http://www.rusnauka.com/19\\_NNM\\_2007/Economics/23323.doc.htm](http://www.rusnauka.com/19_NNM_2007/Economics/23323.doc.htm).
12. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Є. Ф. Брігхем; [пер. з англ.]. – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
13. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент: [учебное пособие] / М. Н. Крейнина. – М.: Дело и Сервис, 1998. – 304 с.
14. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гроппеллі. – К.: ВІК-Глобус, 1992. – 382 с.
15. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
16. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
17. Коваленко Л. О. Фінансовий менеджмент: [навч. посіб.] / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова. – [2-ге вид., перероб. і доп.] – К.: Знання, 2005. – 485 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://library.if.ua/books/52.html>
18. Крупка Я. Д. Пріоритетні напрями оптимізації структури капіталу підприємств / Я. Д. Крупка // Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки. – 2010. – № 5. – С. 122–127.
19. Мельник М. І. Факторний підхід до формування оптимальної структури капіталу підприємства / М. І. Мельник, Л. О. Шкварчук // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.9. – С. 203–208.
20. Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2007. – 1024 с.
21. Боронос В. Г. Формування механізму оптимізації структури капіталу та його вплив на фінансовий потенціал підприємства / В. Г. Боронос // Механізм регулювання економіки. – 2011. – № 3. – Т. 1. – С. 154–166.
22. Павловська О. В. Фінансовий аналіз: [навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц.] / О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмержицька. – К.: КНЕУ, 2002. – 388 с.
23. Болюх М. А. Економічний аналіз: [навч. посіб.] / М. А. Болюх, В. З. Бурчевський, М. І. Горбаток. – К.: КНЕУ, 2001. – 540 с.