

УДК 65.014.1  
КП  
N держреєстрації 0113U008383  
Інв. №

Міністерство освіти і науки України  
Сумський державний університет  
(СумДУ)  
40007, м.Суми-7, вул. Римського-Корсакова, 2;  
тел. (0542) 33 53 83; факс 33 40 58

ЗАТВЕРДЖУЮ  
Проректор з наукової роботи,  
д.ф.-м.н., професор  
\_\_\_\_\_ А.М. Чорноус  
\_\_\_\_\_

**ЗВІТ**  
**ПРО НАУКОВО-ДОСЛІДНУ РОБОТУ**  
**Механізми вартісно-орієнтованого управління підприємством**

**МЕХАНІЗМИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА**  
(заключний)

Начальник НДЧ  
к.ф.-м. н., с.н.с

Д.І. Курбатов

Керівник НДР  
к.е.н.

М.В. Костель

2015

Рукопис закінчено 14 грудня 2015 р.

Результати цієї роботи розглянуто науковою радою СумДУ,  
протокол від 2015.12.24 № 5

## СПИСОК АВТОРІВ

Керівник НДР, старший наук.співроб., канд.екон.наук, доцент	2015.12.14	М.В. Костель
Відповідальний виконавець, старший наук.співроб., канд.екон.наук, асистент	2015.12.14	Ю.Г. Гуменна (вступ, висновки, 1,2,3)
Вед. наук. співроб., канд. екон. наук, професор	2015.12.14	В.М. Боронос (розд. 2,3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2015.12.14	І.В. Басанцов (розд. 3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, професор	2015.12.14	І.М. Кобушко (розд. 3)
Вед. наук. співроб., док. екон. наук, доцент	2015.12.14	Л.Л. Гриценко (розд. 3)
Вед. наук. співроб., канд. техн. наук, професор	2015.12.14	В.Т. Александров (розд. 3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	М.Ю. Абрамчук (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	Н.А. Антонюк (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	К.В. Ілляшенко (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	Т.О. Ілляшенко (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	О.В. Зайцев (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	О.О. Захаркін (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	Л.С. Захаркіна (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	Т.В. Касьяненко (розд. 2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	Н.В. Котенко (розд. 2,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	І.Й. Плікус (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	С.В. Похилько (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	П.М. Рубанов (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, доцент	2015.12.14	І.Д. Скляр (розд. 1,3)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.14	Д.В. Леус (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.14	А.В. Салтикова (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.14	І.В. Тютюнник (розд. 1,2)
Старший наук. співроб., канд. екон. наук, ст. викладач	2015.12.14	Ю.М. Шкодкіна (розд. 1,2)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.14	Т.А. Жукова (розд. 1)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.14	В.І. Лисиця (розд. 1,2)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.14	Д.Г. Михайленко (розд. 2)
Молодший наук. співроб., ст. викладач	2015.12.14	В.В. Могильний (розд. 2)
Молодший наук. співроб., асистент	2015.12.14	О.П. Дедова (розд. 2)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.14	М. Є. Колесник (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.14	А.С. Сидоренко (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.14	С.Г. Сердюк (розд. 1)
Молодший наук. співроб., аспірант	2015.12.14	С. М. Солодовніков (розд. 1)

## РЕФЕРАТ

**Звіт про НДР:** 84 с., 10 рис., 2 табл., 209 джерел.

**Об'єкт дослідження:** механізми оптимізації структури капіталу підприємства, що трансформуються з урахуванням факторів вартості екологічного характеру при здійсненні вартісного управління.

**Метою роботи** є удосконалення теоретико-методичних основ вартісного управління підприємством на основі використання механізмів оптимізації структури капіталу.

**Методами дослідження** є: системно-структурний метод, логічний метод, порівняльний аналіз, метод прогнозування, метод економіко-математичного моделювання, графічний аналіз.

**Результатом роботи** є удосконалення методичного апарату вартісно-орієнтованого управління підприємств на основі використання вартісних розривів, що сприятиме підвищенню ефективності їх діяльності в сучасних умовах господарювання.

**Новизна результатів роботи:** розроблено методичні засади оцінки розриву середньозваженої вартості капіталу; обґрунтовано місце методу вартісного розриву (зокрема оцінювання та прогнозування розриву WACC) в механізмах управління фінансовою діяльністю підприємства; запропоновано матрицю вибору важелів управління вартісним розривом залежно від величини вартісного розриву та фінансових можливостей підприємства

**Взаємозв'язок з іншими роботами:** окремі результати доповідалися на науково-практичних конференціях, публікувалися в наукових виданнях.

**Рекомендації по використанню результатів роботи:** на підставі розроблених методичних засад оцінки та управління вартісним розривом в механізмах оптимізації структури капіталу може бути проведена практична апробація управління підприємством за VBM-підходом на основі методу вартісного розриву.

Галузь застосування: 74.15 – «Управління підприємствами».

**Значущість роботи і висновки:** формує теоретико-методичні засади оцінки та управління вартісним розривом середньозваженої вартості капіталу, що визначає основу використання механізмів оптимізації структури капіталу.

**Прогнозні припущення про розвиток об'єкту дослідження:** подальша практична апробація запропонованих у роботі методичних підходів до оцінки вартісного розриву середньозваженої вартості капіталу, що лежить в основі використання механізмів оптимізації структури капіталу.

ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ ПІДХІД, МЕХАНІЗМИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ, ВАРТІСНИЙ РОЗРИВ, РОЗРИВ СЕРЕДНЬОЗВАЖЕНОЇ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ, СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА, ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	5
1 Економічна природа та оцінка розриву середньозваженої вартості капіталу.....	6
2 Місце методу вартісного розриву в механізмах оптимізації структури капіталу.....	20
3 Управління вартісним розривом на основі формування оптимальної структури капіталу.....	37
ВИСНОВКИ .....	56
ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ .....	59
ДОДАТОК А Підходи до визначення сутності поняття "механізм" та "механізм управління" .....	81
ДОДАТОК Б Порівняльна характеристика моделей формування оптимальної структури капіталу на основі теоретичних концепцій.....	82

## ВСТУП

Функціонування економічних суб'єктів в умовах екологічно сталого розвитку супроводжується сьогодні трансформаційними змінами підходів та методів економічної діяльності. Таким чином, об'єктивна необхідність екологоорієнтованого вектору розвитку підприємств створює передумови до удосконалення механізмів фінансово -економічного управління. У сучасних умовах господарювання ключовим напрямом фінансового менеджменту на підприємстві є вартісний підхід до управління, в якому показник вартості капіталу відіграє важливе місце поряд з економічним прибутком, ринковою вартістю акцій, рентабельністю, тощо. Тому подальша розробка та удосконалення методичних підходів до управління структурою капіталу, зокрема до прогнозування динаміки вартості капіталу в умовах екологічно сталого розвитку є досить актуальним завданням сучасного фінансового менеджменту.

Метою даної роботи є удосконалення методичного апарату оцінки та управління розривом середньозваженої вартості капіталу в контексті використання механізмів оптимізації структури капіталу.

Відповідно до поставленої мети визначено наступні завдання роботи:

- 1) аналіз факторів формування оптимальної структури капіталу підприємства;
- 2) розроблення методичного інструментарію оцінювання та прогнозування розриву середньозваженої вартості капіталу підприємства;
- 3) визначення місця методу вартісного розриву в механізмах оптимізації структури капіталу;
- 4) дослідження існуючих моделей оптимальної структури капіталу, що слугуватиме обмеженням при управлінні вартісним розривом, з метою вибору найбільш доцільної при використанні в процесі управління капіталом із застосування методу вартісного розриву.

## 1 ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА ТА ОЦІНКА РОЗРИВУ СЕРЕДНЬОЗВАЖЕНОЇ ВАРТОСТІ КАПІТАЛУ

Управління вартістю на основі методу вартісного розриву вимагає його оцінювання, що відповідно до викладених пропозицій передбачає оцінювання розриву середньозваженої вартістю капіталу (WACC) як одного з факторів економічної доданої вартості, та моделі формування оптимальної структури капіталу зокрема.

Передумовою формування оціночної бази розриву WACC слугує дослідження специфіки використання методу WACC у вартісному аналізі.

Традиційно в моделях вартісної оцінки показник WACC використовується в якості бар'єрної дохідності інвестованого капіталу [45; 111]. Середньозважена вартість капіталу слугує критерієм створення вартості: вважається, якщо вона нижче фактичної дохідності капіталу, тоді вартість підприємства створюється, якщо ж вище – то руйнується.

Таким чином, досягнення мінімального рівня такої бар'єрної ставки розширює можливості підприємства до здійснення ефективних інвестицій, перетворює його інвестиційну політику на більш гнучку, знижує відтоки грошових коштів та сприяє зростанню вигід для власників.

Відтак, вартість капіталу підприємства виступає важливим стратегічним фактором вартості бізнесу. Незважаючи на те, що значення WACC варіює в досить вузькому діапазоні, його зниження всього на 1 % в абсолютному вираженні сприяє зростанню вартості компанії на приблизно 10% (рис.1.1) [45].

Вартість капіталу суб'єкта господарювання пов'язана з формуванням структури такого капіталу. Її оцінювання супроводжується рядом складнощів. По-перше, при аналізі пропорцій різних видів ресурсів на основі виключно фінансової звітності не враховуються умови сучасної фінансової

аналітичної моделі. По-друге, поряд з кількісними оцінками визначення оптимальної структури капіталу постає необхідність їх доповнення якісним експертним аналізом визначення набору макро- та мікрофакторів, що впливають на вибір політики фінансування.

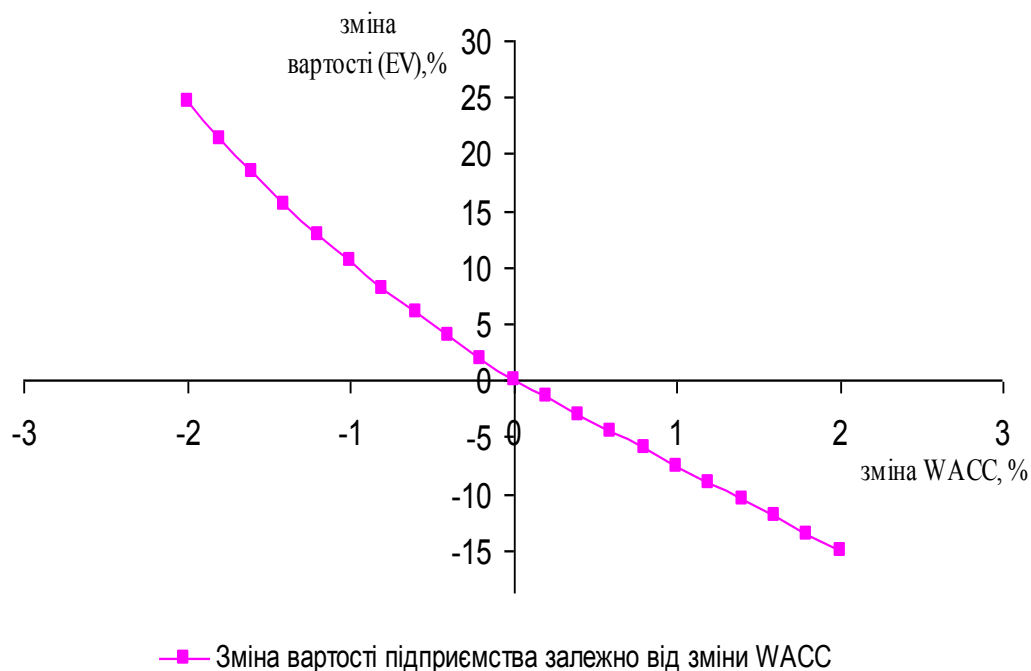


Рисунок 1.1 - Чутливість зміни вартості компанії до зміни WACC [45]

Проведений нами аналіз досліджень вчених-економістів [41; 52; 68; 102] показав, що оптимальна структура капіталу компанії і її схильність до запозичення складається під впливом низки чинників, які можна об'єднати в дві групи: мікрочинники, що визначаються на рівні конкретного підприємства, та макрочинники, вплив яких спостерігається на рівні економіки чи галузі.

До основних чинників макроаналізу можна віднести такі:

- а) якісні фактори впливу:
- інвестиційна політика держави, урядова політика кредитування і надання кредитних гарантій;
  - стадія розвитку галузі, економіки країни та світової економіки;
  - особливості і традиції фінансування підприємств в різних країнах;

- доступність зовнішніх ринків капіталів;
- екологічна політика держави, орієнтація на досягнення екологічно сталого розвитку, зокрема раціонального природокористування.

б) кількісні фактори впливу:

- кон'юнктура фінансового ринку, рівень кредитної процентної ставки;
- рівень оподаткування прибутку і, відповідно, привабливість податкового щита;
- рівень запозичень у компаній-аналогів тієї ж галузі економіки;
- рівень збитків від забруднення навколишнього природного середовища.

До чинників, які визначаються на мікрорівні, можна віднести:

а) якісні фактори впливу:

- наявність резерву (потенціалу) залучення капіталу для фінансування оборотних активів та фінансова гнучкість;
- рівень концентрації власного капіталу серед власників, наявність ефективного власника;
- агентські відносини у компанії між власниками і менеджерами;
- кваліфікація і моральні якості менеджерів;
- відносини між кредиторами та власниками;
- загроза поглинання компанії, втрата контролю старими власниками;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- вибрана політика управління фінансуванням компанії;
- цілі залучення довгострокового капіталу;
- наявність стратегічного інвестиційного плану розвитку;
- вибрана дивідендна політика;
- конкуренція між підприємствами через якість виробленої продукції.

б) кількісні фактори впливу:

- рівень виробничого (операційного) ризику;
- рівень фінансового ризику, ступінь фінансової стійкості компанії, її кредитний рейтинг;



- рівень ліквідності активів компанії;
- частка матеріальних активів (або зворотно пропорційні їй витрати банкрутства);
- рівень внутрішніх резервів у вигляді нерозподіленого прибутку, резервів або поточного прибутку;
- динаміка (волатильність) рентабельності операційної діяльності;
- рентабельність капіталу компанії у стратегічній перспективі;
- темпи приросту обсягу реалізації продукції;
- частка короткострокової заборгованості протягом економічного циклу;
- структура позикового капіталу (співвідношення довгострокових і короткострокових зобов'язань);
- динаміка і рівень потоку грошових коштів;
- питомі витрати на фінансування, зворотно пропорційні розміру підприємства;
- капіталоємність виробленої продукції;
- рівень екологічного ризику, та його вплив на ймовірність фінансових втрат.

У результаті проведеного аналізу чинників, що впливають на формування структури капіталу та його вартість, можна зробити такі висновки:

1) в умовах зростання ролі нефінансових факторів, зокрема факторів екологічного характеру, постає необхідність урахування таких факторів при оцінюванні та прогнозуванні величини вартості капіталу;

2) на різних етапах розвитку компанії і ринку ті чи інші групи факторів можуть відігравати більшу чи меншу роль у формуванні оптимальної структури капіталу підприємства. Тому, можна стверджувати, що розглянуті нами фактори структури капіталу не є взаємовиключним, а скоріше взаємодоповнюючими при функціонуванні підприємств в умовах екологічно сталого розвитку.

Отже, можна стверджувати, що в основі формування підходу до оцінювання вартісного розриву WACC лежить завдання урахування впливу як фінансово-економічних факторів, так і факторів екологічного фактору на вартість капіталу. Існуючі на сьогодні кількісні методи оцінки вартості як власних, так і кредитних ресурсів не враховують фактори вартості екологічного характеру.

Перспективним для урахування екологічної складової при оцінюванні витрат на борговий капітал підприємств, що мають вихід на міжнародні ринки, є, на нашу думку, підхід на основі кредитних рейтингів. Однак, лише незначна частка вітчизняних машинобудівних підприємств-емітентів мають можливість функціонувати на міжнародних ринках. Крім того, відсутність достатньої статистики та незначний фактичний діапазон рейтингів (від CC до BB+ за шкалою Standard&Poors) ускладнюють визначення найбільш ймовірного кредитного рейтингу за міжнародною шкалою та відповідну процентну ставку за різним рівнем боргу. Зважаючи на це, постає необхідність формування універсального підходу до урахування факторів вартості екологічного характеру в оцінці вартості капіталу.

Розроблення методичного інструментарію оцінювання та прогнозування розриву WACC пропонуємо здійснювати на основі дослідження характеру поведінки величини вартості капіталу в динаміці, проведеного ученими Гонконзького університету науки і технологій (Н. Ким і В. Махаям) спільно з ученими Техаського університету (Р. Сриваставою) [175]. Запропонований авторами підхід до оцінки вартості капіталу ґрунтується на життєвому циклі організації (ЖЦО). На думку учених, чим більше років з моменту створення компанії пройшло, тим нижче буде вартість її капіталу. Учені пояснюють таку динаміку середньозваженої вартості капіталу стійкістю підприємства, що постійно зростає в часі, до впливу різного роду зовнішніх чинників на показники його діяльності, таких як: розмір ринку, частка підприємства на ринку, міра конкуренції тощо.

Проте, у вказаному підході разом з фінансовими чинниками, на нашу думку, повинні враховуватися і нефінансові чинники. Так, дотримання підприємством принципів соціальної та екологічної відповідальності у своїй діяльності позитивно впливатиме на його фінансово-економічні показники. Можна прогнозувати підвищення інвестиційної привабливості внаслідок зростання ефективності операційної діяльності, оновлення технологічного процесу, випуску екологічної продукції тощо. Також з часом можна очікувати на підвищення довіри кредиторів і інвесторів, і на можливі позитивні зміни у розмірах і умовах кредитування, що поступово відіб'ється на зниженні вартості капіталу.

Отже, зважаючи на довгостроковий характер результатів прояву екологоорієнтованої діяльності підприємства, вважаємо, що характер залежності розриву середньозваженої вартості капіталу буде аналогічним тому, що описано у роботі [175] для показника WACC залежно від стадії життєвого циклу підприємства, проте визначатися специфічним параметром, підхід до визначення якого буде викладено нижче.

Динаміка розриву вартості капіталу на економічному горизонті управління вартістю представлена на рисунку 1.2.

В основі оцінювання вартісного розриву WACC лежить порівняння фактичних значень вартості капіталу ( $WACC_{\phi}$ ) з еталонними ( $WACC_{\min}$ ). У якості еталонного значення вартості капіталу ми пропонуємо використовувати мінімальне за галуззю, яким традиційно є вартість довгострокових кредитів.

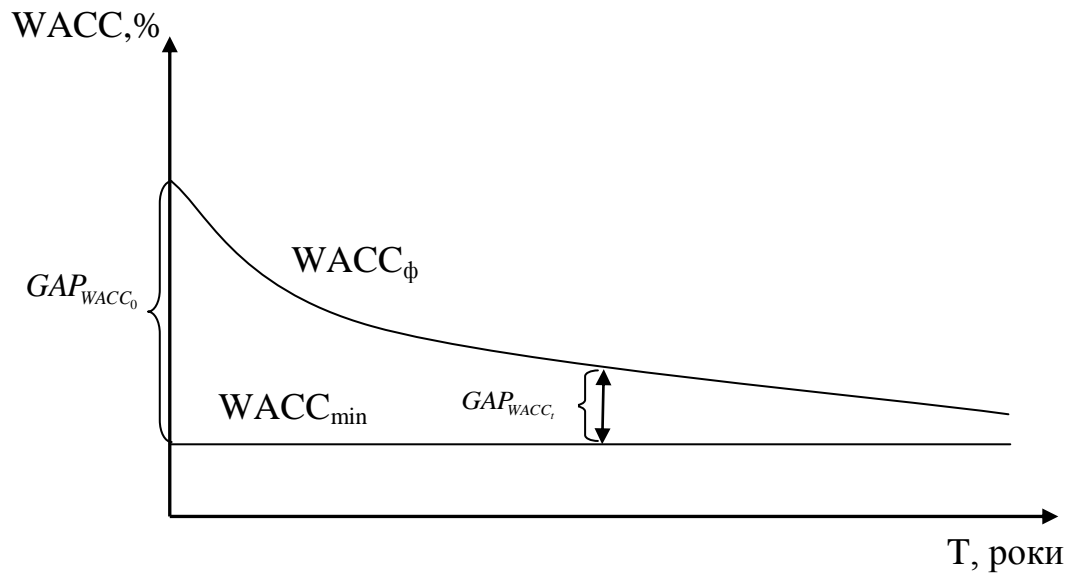


Рисунок 1.2 - Динаміка розриву WACC на економічному горизонті управління

Розглядаючи функцію залежності розриву середньозваженої вартості капіталу від часу як безперервну, розрив за вартістю капіталу на момент  $t$  можна визначити за формулою 1.1:

$$GAP_{WACC_t} = GAP_{WACC_0} \times e^{-rt}, \quad (1.1)$$

де  $GAP_{WACC_t}$  – розрив середньозваженої вартості капіталу підприємства, розрахований на момент  $t$ , %;

$GAP_{WACC_0}$  - розрив середньозваженої вартості капіталу підприємства на початку періоду прогнозування, %;

$t$  - момент часу, на який проводиться оцінка вартості капіталу;

$r$  - параметр екорелевантності, який характеризує взаємозв'язок між вартістю капіталу підприємства та найбільш визначними (ключовими) факторами екологічного характеру;

$T$  - економічний горизонт управління.

Параметр екорелевантності, на нашу думку, відіграє ключову роль при прогнозуванні розриву середньозваженої вартості капіталу, оскільки відображає вплив факторів вартості екологічного характеру на характер і динаміку вартості капіталу. В основі визначення параметру екорелевантності лежить виявлення ризиків та додаткових ефектів для підприємства від проведення ним заходів екологічного характеру.

В якості параметра  $r$  нами запропоновано розглядати безперервну ставку, що урівноважує приведені на поточний момент часу втрати вартості, що визначаються екологічними характеристиками інвестиційного проекту і можуть виникати в результаті його впровадження, та ефекти від реалізації інвестиційного проекту (чиста майбутньої вартості грошових потоків).

Логіка приведення втрат вартості на поточний момент полягає в тому, що для підприємства такі втрати вартості є більш значущими на поточний момент прийняття рішень про інвестиційний проект. Позитивні ефекти від реалізації інвестиційних проектів, зокрема екологічного спрямування, характеризуються тим, що в основному мають місце в довгостроковій перспективі, чим і пояснюється їх оцінювання на майбутній період.

Формалізоване представлення урівноваження чистої майбутньої вартості грошових потоків та приведених втрат вартості представлено у вигляді:

$$PV(FED) = NFV \times e^{-rT}, \quad (1.2)$$

де  $NFV$  - чиста майбутня вартість грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту;

$PV(FED)$  - сумарні втрати вартості, приведені до поточного моменту, що можуть виникати в результаті впровадження інвестиційного проекту, та обумовлені його екологічними характеристиками;

$T$  - економічний горизонт управління вартістю.

Звідси величина параметру  $r$  визначатиметься за формулою:

$$r = \frac{-(\ln \frac{PV(FED)}{NFV})}{T} \quad (1.3)$$

Розрахунок приведених втрат вартості пропонуємо здійснювати за формулою:

$$PV(FED) = \sum_{t=1}^T \frac{\gamma_t \times Z_t \times CF_t \times p_t}{(1+i)^t}, \quad (1.4)$$

де  $\gamma_t$  - частка вартості, втрачена в результаті втрати фінансової стійкості в t-му періоді;

$T$  - економічний горизонт управління вартістю;

$Z_t$  - інтегральний показник фінансового стану підприємства;

$CF_t$  - грошовий потік у t-му періоді;

$p_t$  - ймовірність втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, обумовлена екологічними характеристиками цього проекту;

$i$  - ставка дисконтування.

Врахування показника фінансового стану при визначенні приведених втрат вартості дозволить підприємству контролювати свої фінансові можливості. Розрахунок величини базового інтегрального показника фінансового стану підприємства в роботі будемо здійснювати за методом багатофакторного дискримінантного аналізу згідно із затвердженим Порядком проведення оцінки фінансового стану бенефіціара [72]. Модель оцінки фінансового стану для підприємств переробної промисловості секції D, до яких належать машинобудівні підприємства згідно КВЕД, має вигляд:

$$Z = 0,025 \times K_1 + 1,9 \times K_3 + 0,45 \times K_6 + 1,5 \times K_8 + 0,03 \times K_9 - 0,5 \quad (1.5)$$

де  $K_1$  - коефіцієнт покриття;

$K_3$  - коефіцієнт фінансової незалежності;

$K_6$  - коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості;

$K_8$  - коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від звичайної діяльності;

$K_9$  - коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком.

Показники  $\gamma_t$  та  $p_t$  можуть прийматися незмінними за роками. Тому з метою спрощення подальших розрахунків величину грошових потоків у прогнозованому періоді виразимо через еквівалентний ануїтет, що характеризує їх усереднене за роками значення. Тоді формула 1.6 матиме такий вигляд:

$$PV(FED) = \gamma \times Z \times EA \times p \times \frac{1 - (1+i)^{-t}}{i}, \quad (1.6)$$

де  $EA$  - еквівалентний ануїтет інвестиційного проекту.

Визначення розміру частки вартості, недоотриманої в результаті втрати підприємством у майбутньому фінансової стійкості, залежить від галузевих особливостей компанії та будується на основі емпіричних прогнозів [24]. При практичних розрахунках оцінка втрати вартості здійснюється на основі галузевої статистики падіння капіталізації через наявні фінансові складнощі. Для підприємств машинобудівної галузі показник  $\gamma_t$  оцінюється на рівні 25% [27].

Ключовим параметром при оцінюванні втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, що дозволяє оцінити екологічні характеристики такого проекту, виступає ймовірність втрат вартості  $p_t$ .

Ранжування проектів залежно від величини показника ймовірності втрат вартості  $p_t$ , що визначається екологічними характеристиками проекту, пропонуємо здійснювати на основі діючих на сьогодні вимог Міжнародної

фінансової корпорації до фінансування інвестиційних проектів підприємств-клієнтів (табл.1.1).

Таблиця 1.1 - Ранжування проектів залежно від ймовірності втрат вартості в результаті реалізації проекту (складено на основі [124]).

Категорія проекту	Діапазон величини ймовірності втрат	Характеристика проекту
Проекти категорії А	[0,8 - 1]	Інвестиційний проект, що не передбачає врахування екологічного фактору при його впровадженні, характеризується високим рівнем несприятливого впливу на навколишнє середовище (типовий комерційний проект), масштабний за обсягами, необоротний за наслідками
Проекти категорії В	[0,5 - 0,8)	Інвестиційний проект, що характеризується високим рівнем несприятливого впливу на навколишнє середовище, менш масштабний за обсягами, стосується території реалізації проекту
Проекти категорії С	[0 - 0,5)	Інвестиційний проект, за якого наслідки несприятливого впливу на НС мінімальні або відсутні, можливі заходи з боку підприємства в напрямку екологоорієнтованої діяльності.

Так, Міжнародна фінансова корпорація, що входить до Групи Світового Банку і функціонує за принципами Політики соціальної та екологічної сталості [167] та Стандартами діяльності, націлена в своїй діяльності на забезпечення соціальної та екологічної сталості проектів, які фінансує [168]. Політика соціальної та екологічної сталості та Стандарти діяльності визначають загальний спектр вимог та обмежень до проектів, прийнятих до розгляду корпорацією. На їх основі корпорацією розроблена категоризація проектів, що є невід'ємною частиною процесу екологічної оцінки проектів. Залежно від ступеня впливу інвестиційного проекту на суспільство та навколишнє середовище проекти належать до однієї з трьох категорій: А, В або С.

З метою використання такої категоризації проектів для вітчизняних машинобудівних підприємств нами визначено перелік екологічних



характеристик проекту, експертна оцінка яких дозволяє класифікувати проекти підприємства. До таких характеристик належать:

1) загальні по підприємству екологічні характеристики: прозорість і відкритість інформації про екологічні показники та екологічну ефективність діяльності підприємства; рівень КСВ; екологічні інновації; екологічна експертиза; екологічний контроль та аудит та ін.;

2) специфічні для підприємства екологічні характеристики (наприклад для підприємств галузі насособудування): екологічне маркування; рівень шумів; вібрація; заощадження газу, електроенергії; оплата за опалення і гаряче водопостачання; собівартість обслуговування обладнання; показники викидів CO і NO<sub>x</sub>; рівень забруднення стічних вод, відходи виробництва; споживання природного газу; теплові витрати та ін.

Визначення ймовірності втрат за проектом залежно від його екологічних характеристик здійснюється на основі присвоєння балів експертами за 5-ти бальною шкалою: екологічні характеристики проектів від 1 до 3 балів відноситимуться до несприятливих, від 4 до 5 балів – до сприятливих.

Ймовірність втрат вартості ( $p(M_2)$ ) від реалізації інвестиційного проекту знаходимо за класичною схемою введення умовної ймовірності для визначення ймовірності несприятливої події:

$$p(M_2) = (M - M_1 - 1) \div (M - 1), \quad (1.7)$$

де  $M$  - загальна кількість екологічних характеристик проекту;

$M_1$  - кількість сприятливих екологічних характеристик проекту;

$M_2$  - кількість несприятливих екологічних характеристик проекту;

Залежно від ймовірності втрат вартості, зумовлених відповідними екологічними характеристиками проекту, WACC матиме різний характер поведінки в прогнозованому періоді (рис.1.3, рис.1.4, рис.1.5 ).

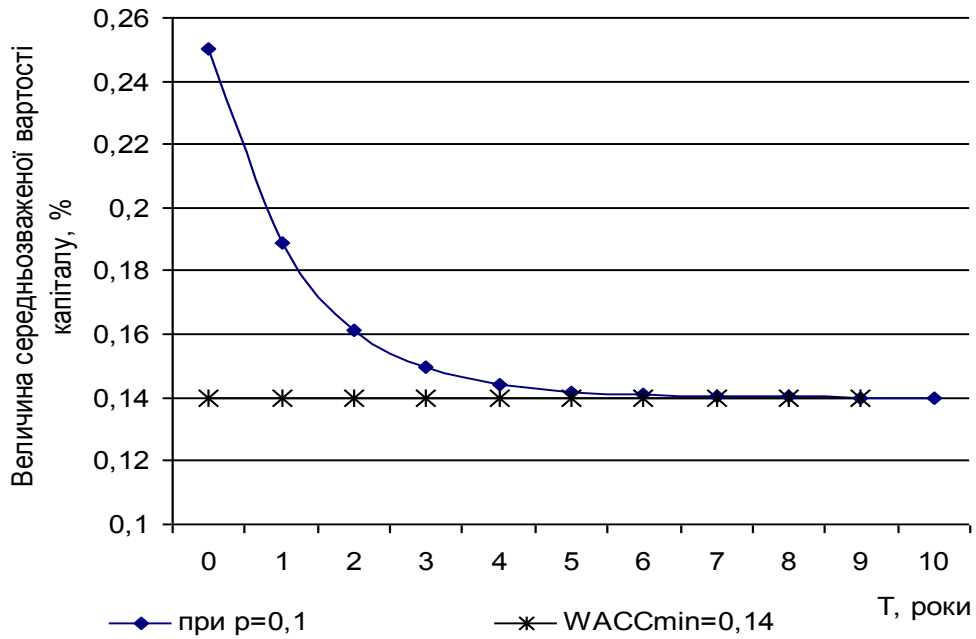


Рисунок 1.3 - Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при  $p = 0,1$

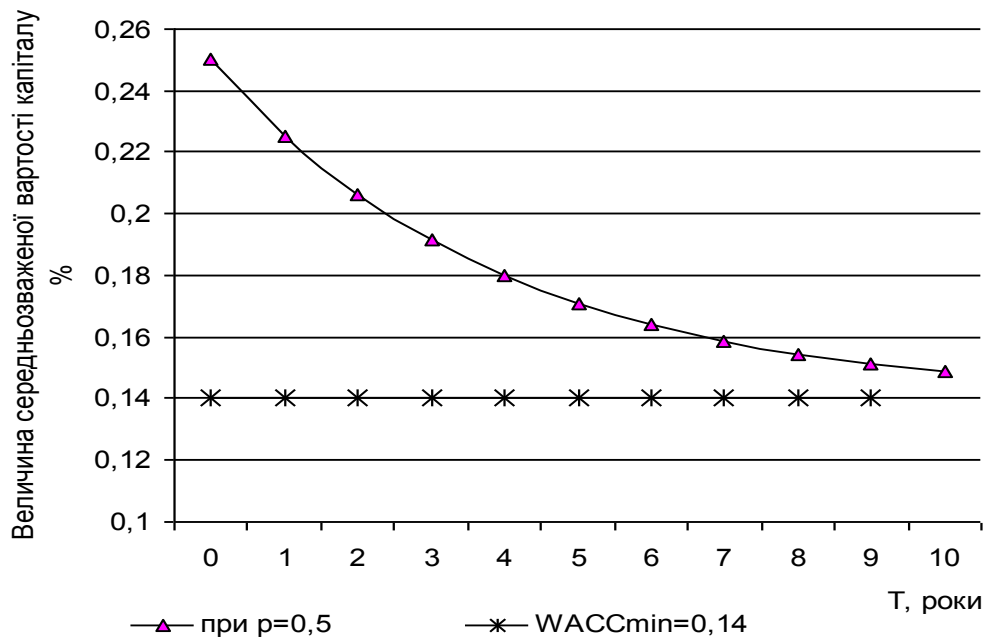


Рисунок 1.4 - Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при  $p = 0,5$

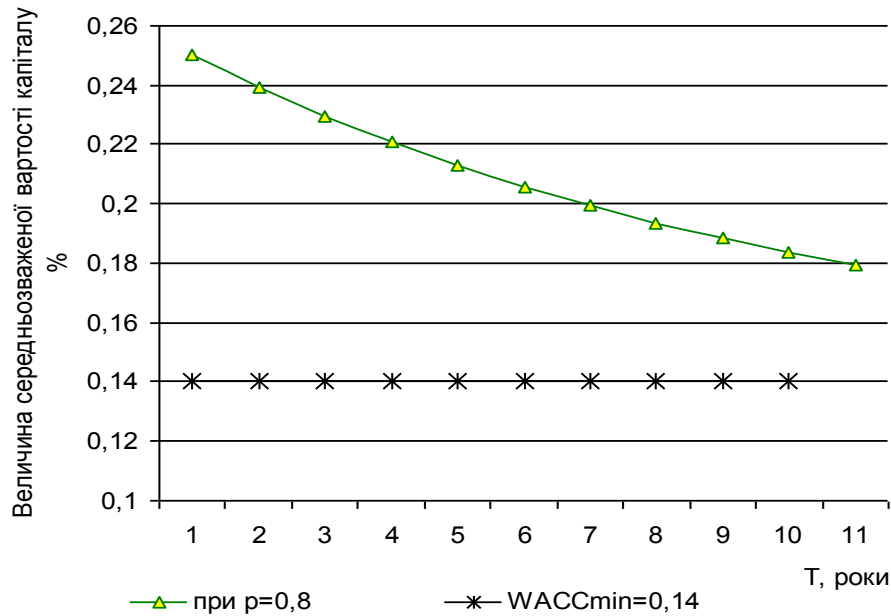


Рисунок 1.5 - Графічне представлення динаміки вартості капіталу у прогнозованому періоді при  $p = 0,8$

Для інвестиційних проектів з низькими екологічними характеристиками та відповідно – високим рівнем небезпеки для навколишнього природного середовища, тобто при  $0,8 \leq p \leq 1$ , характерні: тривалий термін процесу мінімізації вартісного розриву та достатньо незначні його зміни в напрямку зниження в перші роки.

При  $0,5 \leq p \leq 0,8$  зниження вартісного розриву за індикатором вартості капіталу здійснюється не так повільно, як в першому варіанті, але характеризується ще досить незначними змінами в перші роки.

Якщо інвестиційний проект має високі екологічні характеристики, тобто при  $0 \leq p \leq 0,5$ , величина вартісного розриву буде спрямовуватись до мінімуму більш швидшими темпами та за відносно нетривалий період часу.

Таким чином, запропонований нами науково-методичний підхід до оцінки розриву середньозваженої вартості капіталу в прогнозованому періоді дозволяє на основі оцінки екологічних характеристик інвестиційного проекту визначити величину та спрогнозувати поступове наближення вартості капіталу підприємства до мінімального значення таких витрат за галуззю.

Визначення величини вартісного розриву в загальному вигляді та окремо за кожним фактором дозволить підприємству сформувати основні напрями підвищення ефективності діяльності у розрізі всіх механізмів управління вартістю на основі мінімізації розриву. Тому подальшого дослідження потребує визначення ролі та місця методу вартісних розривів в механізмах вартісно-орієнтованого управління.

## **2 МІСЦЕ МЕТОДУ ВАРТІСНОГО РОЗРИВУ В МЕХАНІЗМАХ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ**

Удосконалення методичного апарату вартісного управління на основі методу вартісного розриву, зумовлює подальше визначення його ролі і місця у механізмах вартісно-орієнтованого управління підприємством. Зважаючи на те, що вартісно-орієнтований менеджмент є комплексною системою управління організацією, вплив факторів екологічного характеру необхідно враховувати в розрізі кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

В основі удосконалення існуючих механізмів управління вартістю машинобудівних підприємств лежить підвищення ефективності їх функціонування в сучасних умовах господарювання, зокрема забезпечення відповідності методів та інструментів вартісного управління на підприємстві новим тенденціям та вимогам.

Вартісно-орієнтоване управління, прийняте як основа фінансового менеджменту на підприємстві, вимагає визначення основних задач та вимог, що постають перед системою фінансового управління відповідно до сучасних умов господарювання.

Ефективність системи фінансового менеджменту суб'єкта господарювання визначається його спроможністю своєчасно реагувати на зміни умов зовнішнього економічного середовища в умовах асиметрії

інформації на фінансовому ринку, посилення конкуренції за ресурси та ринки збуту тощо. Об'єктивним є той факт, що вимоги до побудови ефективної системи фінансового менеджменту на підприємстві сьогодні диктуються динамічністю економічних процесів: глобалізаційними тенденціями, темпами інноваційного розвитку, неекономічними (соціальними, екологічними) факторами, що у комплексі визначають напрями розвитку системи фінансового менеджменту в цілому та окремих її складових.

Сучасний фінансовий менеджмент є складною управлінською системою, передбачає впровадження принципово нових форм і методів фінансової роботи, використання механізмів фінансового ринку.

Враховуючи досягнення управлінської науки та прогресивні перетворення у практиці фінансового управління зарубіжних та вітчизняних підприємств можна говорити, що на сучасному етапі фінансовий менеджмент може гнучко реагувати на зміну пріоритетів розвитку економічних суб'єктів, і тим самим формувати якісно нову систему цілеспрямування компаній. Саме з цих позицій у загальній системі управління підприємством він відіграє ключову роль щодо забезпечення ефективності господарювання економічних суб'єктів.

Перед тим як викласти переваги, які забезпечує використання методу вартісного розриву, зупинимося на аналізі найбільш актуальних проблем та завдань, що стоять перед сучасним фінансовим менеджментом підприємства.

Фінансовий менеджмент як самостійний напрям фінансової науки пройшов ряд історичних етапів, в процесі яких поступово формувалось і розширювалось коло поставлених перед ним проблем та поглиблювався методологічний апарат дослідження.

Процеси історичного розвитку зумовили формування цілого ряду проблемних питань фінансового менеджменту у світовій практиці [114; 121]. Основними з них, які стосуються безпосередньо фінансового менеджменту підприємства можна вважати:

1) забезпечення прозорості, об'єктивної фінансової та нефінансової інформації про діяльність суб'єктів господарювання;

2) удосконалення методів стратегічного менеджменту, зокрема формування методологічних основ розробки фінансової стратегії підприємства;

3) необхідність розроблення апарату оцінки корпоративного управління, соціальної, в тому числі й екологічної, відповідальності бізнесу.

4) удосконалення методів управління недиверсифікованими фінансовими ризиками.

Світовий досвід показує, що завдання фінансового менеджменту концентруються, в основному, на вирішенні проблем, пов'язаних з фінансовими ринками, сучасний рівень розвитку яких характеризується широким переліком фінансових активів та інструментів. Проте пріоритетність завдань поступово зміщується з фінансових чинників розвитку корпорацій до нефінансових, які у найбільш загальному визначенні характеризуються як підвищення соціальної відповідальності бізнесу (поширення соціально орієнтованого інвестування, «зелених» інвестицій тощо), тобто відбувається переосмислення ролі окремих завдань та принципів корпоративного управління.

Фінансовий менеджмент на пострадянському просторі з'явився як наука лише на початку ХХ століття, його розвиток можна визначити як непослідовний. Сьогодні рівень вітчизняного фінансового управління є нижчим, ніж у розвинених країнах світу. Серед найбільш актуальних проблем сучасного фінансового менеджменту на вітчизняних підприємствах виділяють такі [39; 121]:

- короткострокова орієнтація системи фінансового менеджменту, зосередження на тактичному управлінні;

- нерівномірний розвиток фінансового менеджменту на підприємствах (більш успішні великі підприємства використовують в своїй діяльності американські чи європейські підходи до управління фінансами;

підприємства, що дотепер долають складнощі ринкових перетворень, схиляються до вітчизняних методик фінансового менеджменту);

- відсутність чіткого розмежування підходів до управління фінансами на підприємствах, що є різними за формою організації бізнесу та видами діяльності (для торгівельних, сільськогосподарських, промислових підприємств);

- відсутність єдиної методики визначення фінансового стану (через запозичення різних підходів світового досвіду);

- суперечливість та недосконалість законодавчої та нормативної бази щодо здійснення фінансово-господарської діяльності суб'єктами господарювання;

- неадаптованість системи обліку та звітності до вирішення завдань фінансового управління, що призводить до формування суб'єктивної інформації та підвищує ймовірність неврахування деяких зовнішніх ризиків.

Вирішення широкого кола проблемних питань, що постають на сьогодні перед фінансовим менеджментом підприємств, пов'язане з дотриманням нових вимог та завдань, що формує зовнішнє економічне середовище для суб'єкта господарювання.

Вважаємо, що перехідний етап, на якому наразі перебуває вітчизняний фінансовий менеджмент, повинен бути використаний як перевага у подальшому її реформуванні шляхом створення теоретичної та методологічної бази ефективного фінансового управління відповідно до нових умов та вимог зовнішнього середовища. В основу такого удосконалення має бути покладено системний підхід, який дозволить урахувати вплив нефінансових факторів, зокрема факторів екологічного характеру, у механізмах управління підприємством.

Сьогодні постає завдання формування гнучкої системи фінансового менеджменту, що адаптуватиме діяльність суб'єкта господарювання до зовнішніх факторів впливу, узгоджуватиме їх із внутрішніми завданнями забезпечення стійкості, рівноваги, добробуту акціонерів та подальшого

розвитку підприємства. Передумови до трансформаційних змін в системі фінансового менеджменту сучасних суб'єктів господарювання представлені нами на рисунку 2.1.

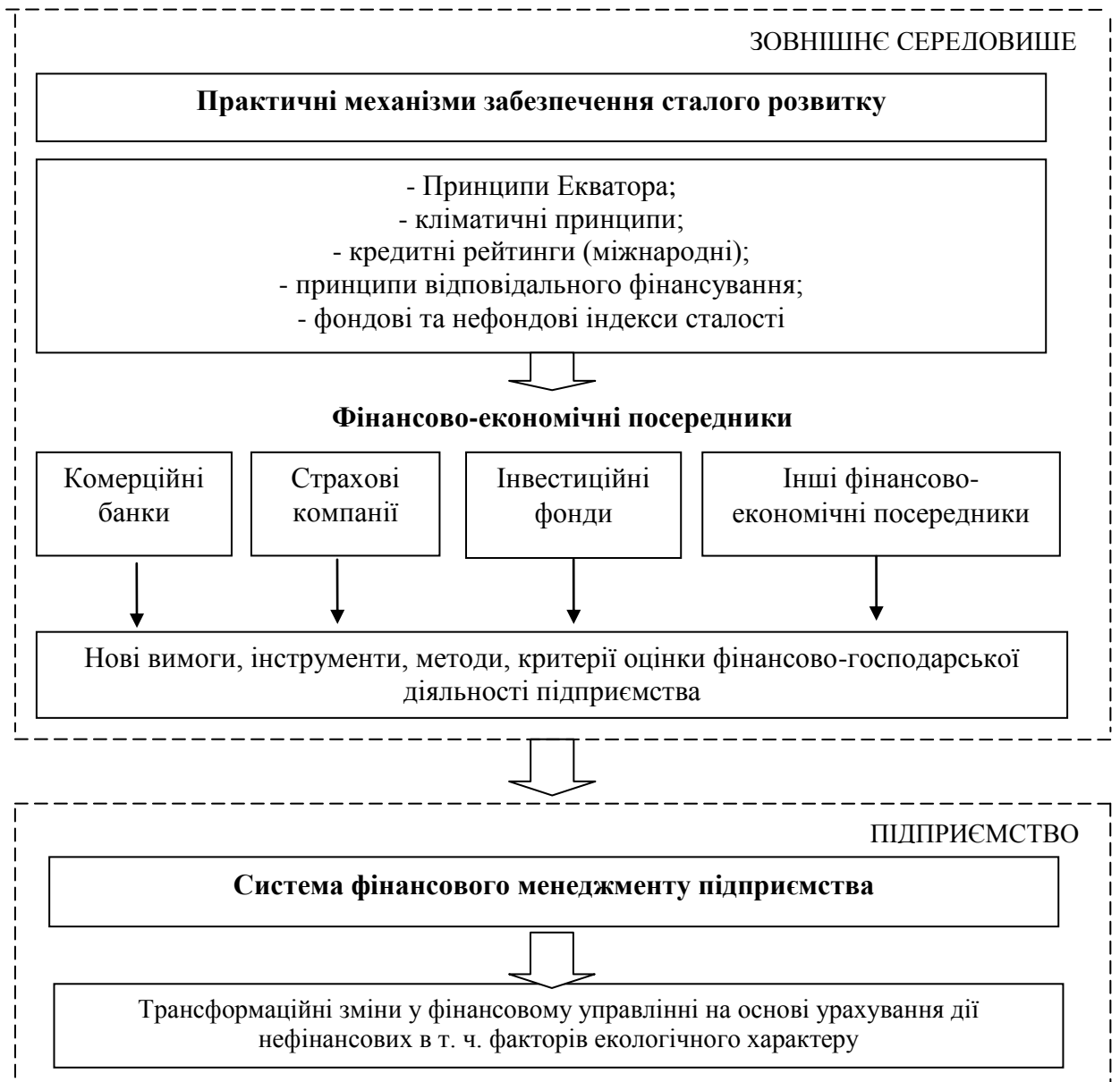


Рисунок 2.1 - Трансформаційні зміни в системі фінансового менеджменту підприємства в результаті взаємодії з зовнішнім середовищем з урахуванням впливу соціально-екологічних факторів

Оскільки для кожної підсистеми фінансового менеджменту чутливість до нефінансових факторів є різною, то загальна мета удосконалення системи фінансового менеджменту підприємства повинна бути структурована – необхідно виділити завдання за об'єктами управління: управління



структурою капіталу, управління ризиками, управління інвестиціями, управління грошовими потоками (рис. 2.2).



Рисунок 2.2 - Завдання сучасного вартісно-орієнтованого фінансового менеджменту

Завдання системи вартісно-орієнтованого фінансового управління, виділені за її складовими, дозволять сформуванню напрямів удосконалення механізмів вартісного управління на основі методу вартісного розриву.

Зважаючи на те, що вартісно-орієнтований менеджмент є комплексною системою управління організацією, вплив факторів екологічного характеру необхідно враховувати в розрізі кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

Передусім визначимо сутність поняття "механізм вартісного управління". На основі проведеного аналізу сутності поняття "механізм" та "механізм управління", результати якого наведені у додатку Г, під механізмом управління в роботі будемо розуміти складну функціональну систему, що включає суб'єкти, об'єкти управління, їх взаємодію через використання методів та важелів впливу, що в цілому сприяє забезпеченню ефективної реалізації цілей підприємства і задоволенню інтересів зацікавлених сторін.

Серед механізмів управління вартістю, які доцільно формувати з використанням методу вартісного розриву, ми запропонуємо розглядати механізм вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого стратегічного управління (рис. 2.3).

Принциповим з точки зору впливу на мету та завдання управління, в описаних механізмах є розширення критеріальної бази оцінювання управлінських рішень за рахунок оцінювання загальної величини вартісного розриву та окремо за факторами ROIC та WACC. Це створює додаткові можливості в процесі планування, мотивації та контролю за реалізацією екоєфективних стратегій. Крім того, запропонований у роботі метод вартісного розриву дозволяє розширити об'єктну базу та аналітичний апарат існуючих механізмів вартісного управління.

Базовим з точки зору удосконалення механізму управління інвестиційною діяльністю, механізму управління фінансовою діяльністю є, на нашу думку, механізм стратегічного управління. Саме цей механізм передбачає формування стратегії управління вартістю, націленої на зниження величини вартісного розриву, тобто, з одного боку, зниження суми втрат потенційної вартості, з іншого – отримання додаткових вигід, наприклад, від



Рисунок 2.3 - Роль і місце вартісного розриву в механізмах управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку

здійснення заходів з екологоорієнтованої діяльності, що сприятимуть формуванню додаткової вартості підприємства.

Ключова роль механізму вартісно-орієнтованого стратегічного управління пояснюється тим, що механізм стратегічного управління закладає основні задачі, напрями, інструментарій до управління вартістю в стратегічній перспективі за методом вартісного розриву з урахуванням додаткових вигід, обмежень та вимог екологоорієнтованого розвитку.

В рамках механізму стратегічного управління формується загальний алгоритм управління вартістю підприємством в умовах екологоорієнтованого розвитку, здійснюється формування еко-ефективних бізнес-стратегій. Зважаючи на ключову роль механізму стратегічного управління викладемо пропозиції щодо його удосконалення на основі методу вартісного розриву.

Ми пропонуємо об'єктом управління в цьому механізмі розглядати зростання вартості в результаті реалізації підприємством стратегії з певними екологічними характеристиками, а критерієм оцінки стратегії прийняти мінімізацію величини вартісного розриву.

На основі загальнотеоретичних підходів до виділення стратегічного управління та враховуючи специфіку процесу управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку ми пропонуємо стратегічне управління вартістю підприємства реалізовувати за схемою, наведеною на рис. 2.4.

На етапі стратегічного аналізу здійснюється визначення основної мети та задач стратегічного управління вартістю, аналіз факторів вартості та вартісного розриву.

Відповідно до визначеної мети (зростання вартості підприємства за умови реалізації еко-ефективної бізнес-стратегії) основними завданнями управління є:

- систематизація та управління факторами вартості фінансово-економічного та екологічного характеру та факторами вартісного розриву зокрема;

- формування системи мотивації та розподіл відповідальності при управлінні факторами вартісного розриву;
- задоволення та збалансування інтересів стейкхолдерів в процесі управління вартістю на основі вартісних розривів;



Рисунок 2.4 - Процес вартісно-орієнтованого стратегічного управління на основі методу вартісного розриву

- задоволення та збалансування інтересів стейкхолдерів в процесі управління вартістю на основі вартісних розривів;
- організація контролю та моніторингу динаміки вартісного розриву.

На етапі стратегічного аналізу здійснюється аналіз факторів вартості екологічного та фінансово-економічного характеру, а також проводиться аналіз факторів зниження вартісного розриву. Слід враховувати, що на різних етапах діяльності підприємства ключові фактори можуть змінювати свою значимість залежно від внутрішніх та зовнішніх умов. З метою оцінювання вартісного розриву модель оцінки вартості може обиратися з урахуванням специфіки діяльності підприємства та умов, у яких воно функціонує.

На етапі стратегічного вибору фінансовим менеджментом спочатку аналізуються різні сценарії (стратегії) розвитку підприємства з огляду на екологічні характеристики альтернативних стратегій, фінансові витрати і ризики, пов'язані з їх реалізацією. Потім вибирається найбільш ефективна бізнес-стратегія, що за критерієм мінімізації вартісного розриву дозволить виявити резерви зростання вартості. Крім того, на цьому ж етапі здійснюється інтеграція управління вартісним розривом у загальну бізнес-стратегію розвитку підприємства. На основі оцінки величини вартісного розриву та з урахуванням фінансових можливостей підприємства обираються важелі управління вартісним розривом.

Етап реалізації бізнес-стратегії супроводжується вивченням стану зовнішнього середовища, його змін та відповідно визначенням цілей подальшого розвитку. На цьому ж етапі здійснюється розробка відповідної організаційної структури на підприємстві, що передбачає розподіл відповідальності за виконання поставлених завдань на всіх ієрархічних рівнях управління підприємством. Крім того реалізація еко-ефективної бізнес-стратегії передбачає формування системи мотивації з метою мінімізації факторів вартісного розриву. Інструментом стимулювання можуть виступати умови виплати заробітної плати за результатами діяльності підрозділу. Перший спосіб стимулювання – прив'язка змінної частини зарплати до показників ROIC або

WACC (факторів вартісного розриву). Так, у німецькій компанії Siemens з 1998 року 60% винагороди вищого керівництва залежить від показника економічного прибутку, для персоналу нижчих рівнів – від 15% до 20% заробітної плати [47]. Другий спосіб стимулювання – використання принципу накопичення частки бонусів та їх виплати за умов досягнення цільових показників із зниження вартісного розриву. Подібний досвід дозволив американській компанії Dow Chemical підвищити ефективність багатьох підрозділів, що розміщуються у всьому світі [47].

Після реалізації бізнес-стратегії постає необхідність оцінки та контролю виконання обраної стратегії. Перевіряється відповідність результатів реалізованої стратегії цілям підприємства. В разі виникнення відхилень фактичних значень вартісного розриву від прогнозованих визначаються причини таких відхилень та здійснюються відповідні коригування.

Вважаємо, що моніторинг та контроль необхідно здійснювати на всіх етапах вартісно-орієнтованого стратегічного управління:

- моніторинг значень еталонних (найкращих в галузі) значень факторів вартісного розриву (індикатору ROIC та WACC) при стратегічному аналізі;
- моніторинг та контроль екологічних характеристик проектів (відповідно до нормативів, встановлених на підприємстві) та фінансових ризиків, якими супроводжується фінансування проектів (контроль можливої втрати фінансової стійкості та ймовірності настання банкрутства) – при здійсненні вибору бізнес-стратегії;
- контроль динаміки вартісного розриву;
- моніторинг та контроль фінансових ризиків, якими супроводжується управління вартісним розривом.

Крім того, на всіх етапах процесу стратегічного управління необхідно здійснювати аналіз та контроль нових потенційних можливостей та загроз і враховувати їх у майбутньому.

Запропоноване удосконалення механізму стратегічного управління на основі методу вартісного розриву дозволяє обирати найбільш ефективну бізнес-

стратегію, що враховує особливості підприємства. Подальшого дослідження потребує визначення місця методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого управління інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Зростання ролі соціально відповідального інвестування (СВІ) у сучасних умовах, що підтверджує світовий досвід, ставить перед підприємством нові завдання щодо створення ефективної системи управління інвестиційною діяльністю. Фахівцями у галузі корпоративного управління, зокрема корпоративної соціальної відповідальності, із США та країн Західної Європи, виділено основні стратегії соціально-орієнтованого інвестування [194; 195; 196; 198; 207]:

1) Соціально-відповідальний відбір та просіювання проектів (Screening). Це практика включення в інвестиційний портфель корпоративних цінних паперів тих підприємств, діяльність яких відповідає соціальним, екологічним та етичним критеріям оцінки. Соціально відповідальні інвестори зацікавлені, як правило, у вкладанні фінансових ресурсів у прибуткові компанії, що створюють комфортні умови праці для своїх співробітників, дотримуються правил з охорони навколишнього середовища при здійсненні своєї діяльності, націлені на виробництво безпечних та екологічно чистих товарів. І навпаки – соціально орієнтовані інвестори намагаються утримуватись від інвестицій у компанії, що ігнорують соціально-екологічні фактори у своїй діяльності

2) Захист інтересів акціонерів (Shareholder Advocacy). Дотримання такої стратегії передбачає різні варіанти зусиль інвесторів щодо впливу на поведінку менеджменту та керівництва компанії: голосування з соціальних та екологічних питань на щорічних зборах акціонерів, ініціація діалогу з керівництвом компанії, підтримка рішень акціонерів, відзив інвестиційних вкладень.

3) Інвестиції для потреб спільноти (Community Investment). Інвестиції націлені на задоволення фінансових потреб місцевих громад. Такі інвестиції можна здійснювати через регіональні банки, позичкові фонди розвитку, кредитні спілки. Інструментами можуть бути такі продукти, як позики, чеки, заощадження та депозитні рахунки грошового ринку. Як правило, вони



надаються за ринковими або заниженими ставками.

Тенденції розвитку ринку соціально відповідальних інвестицій у розвинених країнах світу свідчать про бурхливий розвиток такої діяльності. Це пояснюється отриманням додаткових ефектів для суб'єктів господарювання від здійснення діяльності на засадах соціального інвестування: налагодження відносин з споживачами, скорочення операційних витрат, покращення фінансових показників, покращення іміджу та репутації, зниження плинності кадрів, підвищення мотивації з боку співробітників.

Надання підприємством прозорої, відкритої інформації про показники не тільки фінансової, інвестиційної та операційної діяльності, але й про соціально-екологічну ефективність діяльності суб'єкта господарювання сприяє підвищенню ступеня довіри з боку інвесторів. На сьогодні показовим індикатором відображення соціально-екологічних аспектів діяльності підприємства є його екологічний рейтинг, що формується за такими показниками, як: обсяги споживання води, забруднення стоків, викидів в атмосферу, вихлопних газів автотранспорту, порушення земель та земель зайнятих під забудови, звалища. Так, наприклад, у Росії діяльність кожного підприємства за цими показниками порівнюється із середнім рівнем аналогічних індикаторів в галузі. Інформація про підприємства, що надали відкриту інформацію про свою екологічну статистику, наводиться на "білих" сторінках довідника "Соціально-екологічна відповідальність та рейтинги російського бізнесу". Інформація непрозорих компаній розміщується на "сірих" сторінках [105].

Постійне представлення інформації про соціальні та екологічні показники діяльності мотивує підприємство до здійснення соціально- та екологоорієнтованої діяльності. Закономірною реакцією з боку потенційних інвесторів є підвищення обсягів додаткових вкладень в об'єкт інвестування.

З огляду на такі світові тенденції функціонування українських підприємств на принципах соціального інвестування стає актуальним завданням. Сьогодні впровадження соціально орієнтованого інвестування в

практику вітчизняних підприємств супроводжується наступними проблемами: відсутність єдиного розуміння ролі та значення соціальних інвестицій, відсутність системного підходу до реалізації таких інвестицій, відсутність загальноприйнятих стандартів публічної соціальної звітності компаній. Незважаючи на ряд складнощів в Україні активну політику соціальних інвестицій здійснюють такі підприємства: компанія "СКМ", корпорація "Індустріальний союз Донбасу", корпорація "Науково-виробнича інвестиційна група "Інтерпайп" [123].

Вважаємо, що вагомим аргументом на користь здійснення підприємствами інвестиційної діяльності на засадах СВІ є оцінка вигід від такого інвестування. Запропонований нами метод вартісного розриву розширює можливості існуючого методичного апарату оцінювання інвестиційних рішень підприємства з урахуванням впливу екологічного чинника.

Так, традиційні методи оцінки інвестиційних проектів (NPV, IRR, PP, MIRR) не дозволяють врахувати вплив екологічного чинника оцінці найбільш ефективного інвестиційного проекту [18; 111]. Вирішенню такої проблеми сприяє використання методу вартісного розриву, який на основі розрахованого розриву рентабельності капіталу та розриву вартості капіталу дозволяє визначити втрати вартості підприємства, що визначаються втратами фінансової стійкості та екологічними характеристиками проекту. Позитивне рішення щодо подальшого впровадження приймається для проекту з мінімальними втратами вартості.

З огляду на взаємозв'язок між екологічними характеристиками проектів та вартістю фінансових ресурсів, що закладений в основу визначення розриву WACC, особливий інтерес для дослідження представляють інвестиційні проекти екологічного спрямування (ІПЕС), тобто проекти з високими екологічними характеристиками. На відміну від типових комерційних інвестиційних проектів, що мають на меті отримання переважно економічного ефекту, ІПЕС націлені на досягнення певного соціального та екологічного результату. Таким результатом може бути підвищення інноваційного рівня

технологічних процесів, перехід підприємства на екологічно чисті технології, що дозволяють зменшити викиди в атмосферу, знизити ризики погіршення здоров'я людей. Саме такі результати можуть бути враховані у зростанні або втраті вартості та оцінені шляхом використання методу вартісного розриву.

Отримання підприємствами подібних додаткових соціально-екологічних ефектів від реалізації ІПЕС сприятиме поступовому зростанню продуктивності праці, обсягів попиту на продукцію з високими екологічними характеристиками, підвищенню інвестиційної привабливості, та відповідно зростанню обсягів продажів та додатковому залученню фінансових ресурсів підприємством.

Як показує зарубіжний досвід, у порівнянні з типовими комерційними проектами, фінансування яких здійснюється в основному за рахунок власних коштів, бюджетних, інвестиційних та кредитних ресурсів [85; 112], інвестиційним проектам ресурсозберігаючого характеру в силу їх суспільно корисного характеру надаються переваги у фінансуванні, зокрема: залучення банківських кредитів на пільгових умовах, можливість грантового фінансування, надання субсидій, податкові канікули у разі придбання нового обладнання [107; 194].

Для підприємств машинобудівної галузі ІПЕС можуть впроваджуватись у формі інноваційного інвестування. Одним з його напрямів є екологоорієнтоване інноваційне інвестування, що передбачає: отримання соціально-економічного ефекту для підприємства за рахунок економії на витратах вхідних матеріалів, сировини, що знижують операційні витрати; підвищення конкурентоспроможності продукції, а значить – попиту та обсягів продажів; зниження витрат у зв'язку із встановленням очисного обладнання або випуску екологічно чистої продукції, що також втілюється у додаткових вигодах (зростання рівня попиту, можливість виходу на світові ринки тощо).

Запропонований метод вартісного розриву в управлінні інвестиційною діяльністю дозволяє мінімізувати ризики втрат інвесторів. Так, при оцінюванні інвестиційних проектів із використанням традиційних методів оцінки

ефективності поза увагою залишаються фінансові втрати, зумовлені екологічними характеристиками проекту, що можуть в результаті виявитись критичними для підприємства. Тоді як використання методу вартісного розриву при оцінці проектів передбачає урахування взаємозв'язку між фінансово-економічними показниками діяльності підприємства та екологічним фактором.

Здійснення вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю має узгоджуватись з прийнятою на підприємстві стратегією розвитку, а отже, оцінка ефективності інвестиційних рішень повинна узгоджуватися з оцінкою ефективності стратегії. Використання у якості критерію ефективності вартісного розриву дозволяє забезпечити таку узгодженість та сформувати аналітичну базу управління, яка б забезпечила зростання вартості підприємства.

Крім описаних механізмів стратегічного управління та управління інвестиційною діяльністю розширення методичного апарату вартісного управління на основі вартісного розриву безпосередньо пов'язане з механізмом управління фінансовою діяльністю.

Метою фінансового менеджменту підприємства при здійсненні вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю на основі методу вартісного розриву є зниження вартісного розриву WACC.

Механізм управління фінансовою діяльністю запропоновано формувати на основі методу оцінювання та прогнозування розриву WACC.

Вартісно-орієнтоване управління фінансовою діяльністю із використанням методу вартісного розриву ми пропонуємо базувати виходячи з того, що об'єктом управління є динаміка розриву WACC, яка поряд з іншим визначається результатами впровадження на підприємстві принципів соціальної відповідальності. Як уже зазналося, результати екологоорієнтованої діяльності підприємства проявляються переважно у довгостроковій перспективі.

Таким чином, застосування методу вартісного розриву в механізмах вартісно-орієнтованого стратегічного управління, управління фінансовою та інвестиційною діяльністю дозволяє крім розширення об'єктної бази дозволяє удосконалити аналітичний апарат існуючих механізмів, а саме розширити

критеріальну базу оцінювання управлінських рішень – критерієм оцінки ефективності відповідних рішень є мінімізація вартісного розриву за рахунок розриву ROIC та розриву WACC. Наявність цього критерію ефективності створює додаткові можливості в процесі планування, мотивації та контролю за реалізацією екоефективних стратегій.

### **3 УПРАВЛІННЯ ВАРТІСНИМ РОЗРИВОМ НА ОСНОВІ ФОРМУВАННЯ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ**

Описані механізми управління вартістю потребують більш детального опису застосування інструментарію управління. Використання профілю вартісного розриву передбачає виділення на економічному горизонті управління вартістю підприємства інтервалу застосування важелів операційної діяльності та інтервалу застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності. Диференціація різних інструментів управління на цих інтервалах дозволить мінімізувати вартісний розрив.

До важелів операційної діяльності пропонуємо включати постійні витрати і обсяг виробництва (в межах релевантного інтервалу), змінні витрати, операційний прибуток, ціну за одиницю продукції, амортизаційні відрахування. Їх застосування спрямоване на підвищення ефективності виробничої діяльності за рахунок акумулювання внутрішніх резервів підприємства, не залучаючи додаткові інвестиційні ресурси.

До важелів фінансово-інвестиційної діяльності пропонуємо відносити такі традиційні інструменти як: облігаційні займи, лізинг, кредити, проектне фінансування тощо. Також ефективними інструментами управління є рівень фінансового левериджу, вартість капіталу тощо.

Застосування важелів фінансово-інвестиційної діяльності здійснюватиметься у формі масштабних вкладень коштів для проведення модернізації, технічного переозброєння виробництва, заміни техніки і

технології на більш ресурсоефективну, зміни в обсягах випуску та асортименту продукції, зниження ресурсоемності продукції тощо.

Орієнтація фінансового менеджменту підприємства на управління величиною вартісного розриву повинна передбачати набір заходів, які узгоджуються з загальною системою управління підприємством. При цьому ми пропонуємо процес управління вартісним розривом узгоджувати з оцінкою фінансових можливостей підприємства.

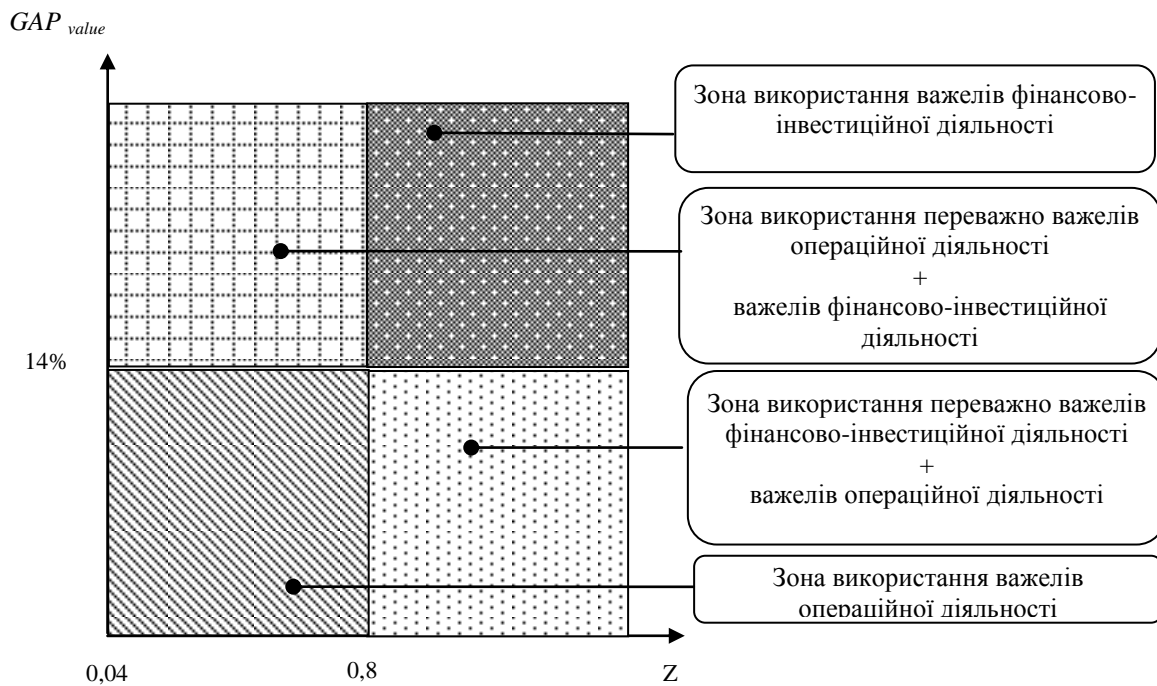
Ефективність та дієвість управління вартісним розривом залежить, на нашу думку, від фінансових можливостей підприємства. Так, для підприємств з високими можливостями, до таких суб'єктів належать позичальники класу 1 (при  $Z > 0,8$ ) та класу 2 ( $0,04 < Z < 0,79$ ), перспективи реалізації заходів, спрямованих на мінімізацію вартісного розриву через застосування важелів інвестиційно-фінансової діяльності є більшими, ніж для менш фінансово стійких підприємств.

Пов'язуючи оцінку вартісного розриву для певної стратегії з оцінкою фінансових можливостей підприємства, що її реалізує, ми пропонуємо виділяти зони використання важелів управління залежно від комбінації результатів такої оцінки (рис. 3.1).

Зважаючи на те, що загальна величина вартісного розриву визначається в основному розривом середньозваженої вартості капіталу, поділ зон до використання важелів управління за віссю  $GAP_{value}$  доцільно, на нашу думку, здійснювати на основі мінімального значення WACC за галуззю (вартість довгострокових кредитів, що складає 14%).

Виділення зон використання важелів управління за віссю  $Z$  здійснюємо на основі визначення фінансових можливостей підприємства шляхом розрахунку інтегрального показника фінансового стану підприємства.

Розглянемо більш детально зони використання важелів операційної та фінансово-інвестиційної діяльності.



**вісь  $GAP_{value}$ :**

14% - величина середньозваженої вартості капіталу, найнижча в галузі по Україні;

**вісь  $Z$ :**

$Z > 0,8$  - Клас позичальника 1 за рівнем фінансового стану

$0,8 > Z > 0,04$  - Клас позичальника 2 за рівнем фінансового стану

Рисунок 3.1 - Матриця вибору важелів управління вартісним розривом залежно від величини вартісного розриву та фінансових можливостей підприємства

Зона використання важелів операційної діяльності. При  $GAP_{value} < 5\%$  та належності підприємства до класу "2" доцільно використовувати важелі операційної діяльності. Так, заходи з підвищення ефективності операційної діяльності, що здійснюються за рахунок внутрішніх резервів підприємства, не передбачають залучення додаткових фінансових та інвестиційних ресурсів. Ця зона управління характеризується невисокими ризиками операційної та фінансової діяльності, незначним скороченням величини вартісного розриву та відповідно – мінімальним зростанням вартості.

Зона використання переважно важелів операційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів фінансово-інвестиційної діяльності. З метою управління вартісним розривом при  $14\% < \text{GAP}_{\text{value}}$  та включенні підприємства до класу "2" доцільно використовувати переважно операційні важелі управління, які дозволяють уникнути додаткових фінансових витрат і відповідно ризиків у зв'язку із залученням кредитних і інвестиційних ресурсів. Так, належність до класу "2" свідчить про високу платоспроможність, але ймовірність підтримки такого стану є низькою у довгостроковій перспективі, з часом виникає загроза недостатності коштів для обслуговування боргу, що зумовлює зростання ризиків фінансових втрат. Тому, доцільно спершу використати внутрішні резерви підприємства, що дозволять з часом знизити втрати вартості і потім вже залучати додаткові фінансові ресурси. Управління величиною розриву супроводжуватиметься і операційними, і фінансовими ризиками діяльності.

З іншого боку, управління такою величиною вартісного розриву, на нашу думку, потребує, крім використання операційних, залучення й важелів фінансово-інвестиційної діяльності. Таким чином, ця зона управління характеризується появою можливих ризиків фінансової нестабільності, поступовим скороченням величини вартісного розриву та відповідно – зростанням вартості.

Зона використання переважно важелів фінансово-інвестиційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів операційної діяльності. При  $\text{GAP}_{\text{value}} < 14\%$  підприємство класу "1" має можливість залучати кредитні та інвестиційні ресурси з метою фінансування екологоорієнтованих проектів, що сприятиме зниженню вартісного розриву. Однак, необхідно зазначити, що за такої величини розриву дієвими є й важелі операційної діяльності, використання яких дозволить заощадити витрати на залучення додаткових фінансових ресурсів і відповідно знизити ризики фінансових втрат. Ця зона управління характеризується мінімальними фінансовими ризиками, що



пояснюється високим класом позичальника; незначною оціночною величиною вартісного розриву.

Зона використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності характеризується високим класом підприємства-позичальника, що має бездоганну ділову репутацію та кредитну історію. Залучення додаткових фінансових ресурсів, значні капітальні вкладення в реалізацію еко-ефективних стратегій розвитку супроводжуються фінансовими ризиками, але їх величина не є критичною для підприємства. Крім того, при значних фінансових та інвестиційних можливостях, формуються всі передумови до зниження вартісного розриву та відповідно стрімке зростання вартості у майбутньому.

При цьому обсяги, форма, умови використання фінансових ресурсів залежно від набору важелів визначаються самостійно підприємством, на його власний розсуд. Однак, при цьому з метою підтримання фінансового стану на належному рівні підприємству необхідно орієнтуватись на певні обмеження. Вважаємо, що таким критерієм такого обмеження щодо обсягів фінансування заходів з управління вартісним розривом може виступати структура капіталу підприємства. Так, періодичне оцінювання підприємством власної структури капіталу (при плануванні заходів з управління розривом) дозволить підтримувати пропорції щодо джерел фінансування на необхідному рівні. Це, по-перше, забезпечить фінансову стійкість суб'єкта господарювання, по-друге, сигналізуватиме про ймовірність настання банкрутства (при залученні, наприклад, значних фінансових ресурсів, що не співвідносяться з фінансовими можливостями підприємства).

З метою вибору найбільш доцільної моделі формування оптимальної структури капіталу, що слугуватиме обмеженням при управлінні вартісним розривом, проведемо аналіз існуючих моделей щодо можливості їх застосування в процесі управління капіталом із застосування методу вартісного розриву. Вважаємо за необхідне при проведенні такого аналізу акцентувати увагу на можливості урахування при оцінюванні додаткових ефектів та ризиків, зумовлених впливом екологічного фактора на діяльність підприємства. Це

пояснюється тим, що управління вартістю на основі вартісного розриву супроводжується врахуванням взаємозв'язку фінансово-економічних факторів вартості з факторами екологічного характеру.

Відтак, процес управління структурою капіталу є своєрідним віддзеркаленням економічних перетворень, що відбуваються у сучасній економіці. Своєчасне коригування структурних елементів капіталу дозволяє забезпечити високі показники фінансової стійкості, прибутковості та рентабельності, знизити ймовірність банкрутства для підприємства. Тому питання формування оптимальної структури капіталу завжди є актуальними.

Потенційні можливості та переваги сучасного підприємства в результаті формування оптимальної структури капіталу деякі автори [27; 41; 59; 89; 95; 102] визначають саме у полі нетрадиційних (неекономічних) чинників. Так, у результаті дотримання соціальної відповідальності у бізнесі, здійснення екологоорієнтованої діяльності (утилізація відходів, матеріало- та ресурсозбереження у виробництві тощо) підвищується довіра до підприємств з боку комерційних банків, більшість яких у розвинених країнах світу враховує соціально-екологічні показники при оцінюванні кредитоспроможності позичальника (Принципи Екватора при проектному фінансуванні). Банк на пільгових умовах надає позикові кошти, що дозволяє знизити підприємству середньозважені витрати за джерелами фінансування, а значить – підвищити ринкову вартість підприємства.

Аналіз структури капіталу підприємства можна здійснювати, використовуючи два підходи: бухгалтерський та фінансовий [45; 89; 102]. З точки зору фінансового підходу структура капіталу розглядається з позиції оптимального співвідношення власного та позикового капіталів, тобто такого співвідношення, яке може привести до максимізації ринкової вартості даного підприємства. Такий підхід передбачає використання кількісних оцінок (фінансових моделей), що дозволяють встановити розрахункове оптимальне співвідношення власного та позикового капіталів компанії. В умовах дефіциту власних фінансових ресурсів, в тому числі для фінансування

екологоорієнтованих інвестиційних проєктів, промислові підприємства змушені постійно звертатися до позикового капіталу. Тому з метою запобігання банкрутства, актуальності набуває кількісна оцінка оптимального співвідношення власного та позикового капіталів компанії.

У свою чергу бухгалтерський підхід орієнтований на якісну оцінку структури капіталу конкретної компанії та передбачає виділення макро- та мікрофакторів, котрі слід мати на увазі при розробленні політики фінансування. Загальним недоліком бухгалтерського підходу є зосередження на показниках минулої діяльності компанії, внаслідок чого виникає слабка кореляція з показником вартості компанії. Треба також відмітити, що в бухгалтерському підході не проводиться різниця між короткостроковими та довгостроковими джерелами фінансування. Незважаючи на зазначені недоліки бухгалтерського підходу, доцільним є врахування мікро- та макрочинників при формуванні оптимальної структури джерел фінансування еколого-економічних процесів на підприємстві. Вважаємо, що лише поєднання кількісних і якісних оцінок в єдиній структурі капіталу дозволить розв'язати задачу формування оптимальної структури капіталу підприємства.

Практика показує, що не існує універсальних рішень щодо оптимального співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних (за розміром, галуззю, організаційно-правовою формою, співвідношенням влади власників і менеджменту тощо) підприємств, але й навіть для однієї компанії на різних етапах її розвитку, при різній кон'юнктурі товарного і фінансового ринків. Разом з тим існує ряд розрізнених теоретичних концепцій, які по-різному розкривають підходи до формування оптимальної структури капіталу компанії. Узагальнення особливостей оптимізації структури капіталу на основі теоретичних концепцій наведені у додатку Б.

До основних статичних теорій структури капіталу відносять традиційну теорію, теорію Модільяні-Міллера і компромісну статичну теорію [6; 27; 41].

Традиційна концепція передбачає існування оптимальної структури капіталу, але не дає чітких теоретичних рекомендацій, щодо її пошуку. В основі

лежить твердження, що структура капіталу визначається вартістю його складових частин і тому існує така оптимальна структура капіталу, яка мінімізує середньозважену вартість капіталу. Досягнення цільової структури капіталу компанії буде максимізувати її ринкову вартість у разі мінімізації середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Розрахунок WACC потребує визначення дохідності акціонерного фінансування, як суми безризикової ставки та премії за ризик для інвесторів (акціонерів). Для визначення премії за ризик і безризикової ставки можуть використовуватися різновиди моделі оцінки капітальних активів (локальна CAPM, глобальна CAPM, гібридна CAPM, модель відносної мінливості) [30; 75]. Використання першої моделі обмежене наявністю історичних даних по локальному ринку акцій і тому може використовуватися лише, якщо цей ринок розвинений, диверсифікований, ліквідний і має репрезентативні історичні дані (за декілька десятиліть), що нехарактерно для України. Друга модель використовується для компаній, акції яких тривалий час і безперервно представлені на фондових ринках розвинених країн, що є суттєвим обмеженням для більшості українських компаній. Третя модель включає елементи першої і другої, що також обумовлює відповідні обмеження.

Наближені або проху-моделі відштовхуються не від моделі ризику (історичних даних, які характеризують систематичний ризик), а від показників фактичного фінансового результату, які побічно (непрямо) характеризують рівень ризиків конкретної компанії. Точність цих моделей суттєво залежить від обраних для аналізу показників і достовірності фактичних даних. Часто такі моделі використовують для унікальних підприємств з суттєво відмінним рівнем індивідуального ризику або за відсутності даних - для застосування прямих моделей оцінки ризику.

Хоча традиційна теорія і враховує всі види ризиків (що є важливим при наявності ризиків екологоорієнтованої діяльності), однак вона представляє лише статичні дані і не враховує фактори впливу при формуванні структури капіталу. При оцінюванні та прогнозуванні вартісного розриву WACC нами

запропоновано враховувати фактори екологічного характеру через параметр екорелевантності. Крім того, в рамках зазначеного підходу здійснюється прогнозування вартісного розриву WACC на основі прогнозування самої величини WACC.

Теорія структури капіталу в рамках моделі Модільяні–Міллера (М-М) повністю заперечує положення традиційної концепції структури капіталу. У своєму первісному викладі вона стверджувала, що в безподатковому середовищі вартість компанії залежить виключно від майбутніх доходів, тобто ефективності управління активами і зовсім не залежить від структури капіталу. Згодом Міллер і Модільяні модифікували свою теорію, враховуючи ефект від оподаткування компаній [68]. Суть модифікованої теорії М-М полягає в тому, що вартість компанії, яка використовує кредитне фінансування, буде вище вартості компанії, що використовує лише власне фінансування, на величину податкового щита. Суттєвою перевагою зазначеної моделі для використання в процесі формування оптимальної структури капіталу з метою фінансування екологоорієнтованої виробничої діяльності, є врахування податкових пільг боргового фінансування. Однак така ознака, як статичність, робить недоцільним використання теорії М-М для формування оптимальної структури джерел фінансування у довгостроковій перспективі з урахуванням екологічного фактору.

Компромісна статична концепція структури капіталу (trade-off theory) передбачає необхідність використання як позикового, так і власного фінансування в процесі діяльності компанії [27; 41]. Оптимальна структура капіталу, згідно з цією концепцією, визначається співвідношенням виключно двох факторів: 1) переваг від податкового щита, тобто можливості включення плати за позиковий капітал у зменшення оподаткованого прибутку; 2) врахуванням витрат фінансової нестійкості (головним чином, збитків від можливого банкрутства). Оптимальне співвідношення між податковими перевагами і витратами банкрутства можуть визначатися через їх абсолютні або граничні (маржинальні) величини. Останній варіант більш складний, але і

більш коректний, оскільки функція податкових переваг має висхідний лінійний характер, а функція витрат банкрутства зростає прискореним темпом.

Визначення витрат банкрутства передбачає оцінку прямих або явних витрат (судові, аудиторські, реєстраційні, реорганізаційні та ліквідаційні), непрямих або неявних витрат (втрачені продажі і прибутки, завищені витрати на позиковий капітал, витрати від неможливості залучення акціонерного і боргового капіталу через збільшення ймовірності банкрутства) та ймовірності банкрутства. Окрім того, ще однією проблемою є виокремлення з повних витрат банкрутства саме фінансових витрат, які пов'язані з дотриманням підприємством принципів соціальної відповідальності. В сучасних умовах в Україні додатково виникають проблеми прогнозування банкрутства через недостатність історичних даних; викривлення, неповноти і недоступності фінансової інформації; неоднозначності визначення моменту банкрутства (як юридичного поняття або як технічного дефолту з наступною реструктуризацією заборгованості) тощо. Концепція компромісної статичної теорії в цілому є перспективною для оцінки структури фінансування екологоорієнтованої діяльності підприємства. Однак неоднозначними залишається алгоритм визначення витрат банкрутства та прогнозування банкрутства.

Статичні компромісні теорії не враховують трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації. Слід відмітити, що компромісна концепція зорієнтована на розгляд структури капіталу з позиції належності підприємств до однієї галузі, коли підприємства будуть мати схожу структуру капіталу, оскільки вони мають однотипні активи, комерційний ризик, близькі значення прибутковості діяльності та податкові умови. В свою чергу, дрібні комерційні підприємства, які не користуються податковими пільгами і не мають можливості емісії акцій, мають значний фінансовий важіль (позикові кошти залучаються у вигляді довгострокових банківських позичок).

В результаті проведеного аналізу статичних теорій капіталу, вважаємо, що їх використання для оцінки впливу екологічного фактору на вартість капіталу та її подальше управління є недоцільним з огляду на зазначені

недоліки кожної з них та неврахування зміни показників у динаміці, що досить важливо при відображенні повної картини екологоорієнтованої діяльності підприємства.

На відміну від статичної концепції, динамічна компромісна концепція управління структурою капіталу підприємства зосередила увагу на проблемах дослідження та моделювання трансакційних витрат рекапіталізації. Згідно з динамічною концепцією передбачається формування стратегії зміни структури капіталу. При цьому відсутнє будь-яке нормативне співвідношення боргу і власного капіталу. Вважається, що з часом компанія може тимчасово відхилитися від цільової (оптимальної) структури капіталу, а потім дискретно наближатися до цього оптимуму. Дійсно, як свідчать результати спостережень, структура капіталу залишається незмінною у деякому діапазоні, а рекапіталізація відбувається лише у разі виходу за рамки цього коридору [41; 106]. В свою чергу, межі цього діапазону визначаються волатильністю грошових потоків, рентабельністю операційної діяльності, рівнем кредитних ставок та витрат банкрутства.

Серед динамічних теорій можна виокремити такі основні концепції: теорія ієрархії (порядку фінансування), теорію суперечності інтересів та динамічну компромісну теорію формування структури капіталу. Сутність концепції суперечності інтересів розкривається за допомогою теорії асиметричної інформації (сигнальної теорії), теорії агентських витрат та теорії моніторингових витрат (“теорії корпоративного контролю”).

Концепція ієрархії передбачає розгляд таких джерел фінансування, як нерозподілений прибуток, емісія нових позик (боргових ЦП) або емісія нових акцій [89; 108; 113]. В рамках теорії порядку фінансування також використовуються витрати пристосування до цільової структури капіталу. Ця теорія передбачає прогнозування грошових потоків та рентабельності операційної діяльності, що дозволяє визначати пріоритетність боргового фінансування компанії, насамперед у короткостроковій перспективі. Підприємство перш за все повинно емітувати цінні папери (акції і облігації) з

найбільш низькими інформаційними витратами. Тому підприємству, яке знаходиться в нормальному фінансовому стані, не доцільно першочергово використовувати збільшення власного капіталу (через емісію простих акцій). Для фінансування дефіциту грошових коштів насамперед потрібно використати внутрішні резерви (нерозподілений прибуток і амортизаційні надходження), а в разі необхідності - провести залучення боргового капіталу (шляхом емісії облігацій). В той же час, згідно цієї теорії, зі зростанням рентабельності рівень заборгованості зменшується. Внаслідок цього у високорентабельних компаній діапазон незмінної структури капіталу, коли рекапіталізація недоцільна через незначний економічний ефект, буде більш широким. По суті, ця теорія постулює пріоритетність і послідовність використання фінансовими менеджерами різних джерел фінансування підприємств, не розглядаючи завдання оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу. Також слід відмітити, що теорія ієрархії не має завершеної методики пошуку раціональної структури капіталу, тому, фактично ця концепція спрямована на теоретичне обґрунтування реальної поведінки фінансових менеджерів при розв'язанні питань щодо фінансування підприємств. Через те, що теорія ієрархії ґрунтується на можливості використання облігаційного фінансування, яке доступне лише великим компаніям, її найдоцільніше застосовувати саме для великих підприємств. Головним недоліком зазначеної концепції з точки зору її використання для формування структури фінансування з урахуванням екологічного чинника є відсутність практичної методики пошуку раціональної структури капіталу та прогнозування динаміки зміни показників лише на короткостроковий період в той час як реалізація інвестиційних проектів екологічного спрямування потребує своєчасного та повного фінансування в довгостроковій перспективі.

В основу ієрархічної концепції (Pecking Order) покладене твердження, що у процесі залучення зовнішніх джерел фінансування підприємство стикається з ефектом інформаційної асиметрії [41; 102; 108]. Виходячи з цього, теорія асиметрії інформації передбачає, що менеджмент підприємства завжди володіє



більш повною і достовірною інформацією про фінансовий стан і перспективи розвитку підприємства, ніж зовнішні суб'єкти (кредитори або інвестори). Саме цим пояснюється різниця в оцінці ризиків і рентабельності інвестицій у підприємство, що, в свою чергу, визначає умови оптимізації структури капіталу.

Результати емпіричної перевірки теорій традиційного неокласичного напрямку (у тому числі теорій компромісу і ієрархії) показали, що вони не відповідають реальній практиці [41; 89; 102]. Цю проблему намагається розв'язати поведінкова парадигма, представлена рядом біхевіористичних теорій (теорії інформаційної асиметрії і сигналів, агентських відносин, корпоративного контролю, відстеження ринку).

Розвитком концепції інформаційної асиметрії є сигнальна теорія [52; 108], згідно з якою при посередництві фондового ринку між менеджерами, інвесторам і кредиторам відбувається інформаційна взаємодія. Своїми управлінськими діями і оприлюдненою фінансово-економічною інформацією менеджери підприємств формують для інших учасників процесу ринкові „сигнали” щодо перспективи розвитку підприємства і його інвестиційної привабливості. Теорія сигналізування виходить з необхідності, з одного боку, надавати позитивні сигнали інвесторам та кредиторам щодо доцільності інвестування та кредитування, а з іншого, – мінімізувати витрати підприємства на формування таких сигналів, що у підсумку й визначає структуру капіталу компанії.

У рамках теорії агентських відносин структура капіталу обирається виходячи з рішення принципал-агентських проблем (конфліктів) між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем [52; 173]. Згідно з цією теорією оптимальною вважається така структура капіталу, при якій приведені вигоди боргового фінансування повністю покриваються теперішньою вартістю очікуваних агентських витрат боргового фінансування. Складність використання як теорії асиметрії інформації, так і сигнальної теорії при формуванні структури джерел фінансування з урахуванням впливу

екологічного фактору полягає у неможливості їх відображення у кількісному вигляді, зокрема за допомогою фінансових моделей.

Відповідно до теорії корпоративного контролю структура капіталу значно впливає на вартість компанії в момент виникнення загрози її поглинання [27; 173]. У зв'язку з цим ця теорія пояснює зміни в структурі капіталу лише в короткостроковому періоді і в специфічних умовах загрози ворожого поглинання. Якщо компанія стає об'єктом таких дій, вона цілеспрямовано починає нарощувати обсяги боргового навантаження і одночасно викуповувати звичайні акції у своїх акціонерів. Збільшення обсягів боргового фінансування є результатом додаткового залучання нових кредиторів, зацікавлених у стабільній діяльності позичальника, що збільшує вірогідність відмови від планів поглинання цієї компанії. Теорія корпоративного контролю є досить специфічною та вузькою у використанні і супроводжується складностями у врахуванні в її оцінці екологічного чинника.

Теорія пристосування до ринку (відстеження ринку, market timing) стверджує, що компанії не мають цільової структури капіталу і його фактична структура визначається внаслідок низки дій менеджерів, спрямованих на пристосування до існуючих ринкових умов. Зокрема, у період високих цін на фондовому ринку менеджери намагатимуться емітувати акції своєї компанії, а у періоди спадів – викуповувати їх, намагаючись отримати вигоду від ринкових коливань курсу акцій [102; 106]. Згідно з цією концепцією не розглядається поняття оптимальної структури капіталу, оскільки ця структура формується не внаслідок стратегічного планування, а в результаті короткострокових стимулів до використання поточних можливостей на фондовому ринку. На противагу ідеї цієї концепції, вважаємо, що на кожному етапі життєвого циклу підприємства з урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів формується відповідна структура джерел фінансування.

Отже, використання цієї теорії як основи для формування оптимальної структури капіталу неможливо через дві основні причини: 1) відсутність в Україні розвиненого фінансованого ринку, який дозволяє акумулювати

достатній обсяг необхідної інформації; 2 ) відсутність розуміння оптимальної структури капіталу як такої в межах теорії пристосування до ринку.

У зв'язку з необхідністю дослідження питань, що не розкривались в рамках статичної компромісної теорії та з метою об'єднання висновків теорії порядку фінансування та теорії пристосування до ринку виникла динамічна компромісна теорія [27; 89]. У рамках статичної концепції досліджувалася лише оптимальна структура капіталу, в той час як динамічна додатково зосередилася на динаміці фактичної структури капіталу. Припускається, що ринкова вартість власного капіталу є стохастичним процесом, через що фінансовий леверидж також є стохастичною величиною. Ця теорія відштовхується від оптимального рівня запозичення, визначеного в рамках статистичної компромісної теорії (за умови рівності граничних податкових вигод боргового фінансування та витрат банкрутства), але враховує, що невеликі відхилення фактичного рівня левериджу від оптимального не будуть коригуватися через наявність трансакційних витрат (витрат пристосування фактичної структури капіталу до оптимальної). Статистичні дослідження показують, що верхня частина діапазону бездіяльності (коли борг і фінансові ризики зростають) значно менша від нижньої частини цього діапазону (коли борг зменшується) [41; 59].

Таким чином, динамічна компромісна теорія, в першу чергу досліджує фактичну структуру капіталу компанії, її співвідношення з оптимальною структурою, причини її зміни, швидкість і напрямок цієї зміни, а також сам процес пристосування структури капіталу до оптимальної величини та фактори, що на неї впливають.

Вважаємо, що динамічна компромісна теорія формування джерел фінансування підприємства має значні переваги перед іншими теоріями капіталу з метою використання її як основи для визначення обмеження при реалізації управління на основі методу вартісного розриву. По-перше, вона враховує ризики банкрутства, що є досить ймовірними при залученні значного обсягу кредитних ресурсів при здійсненні екологоорієнтованої діяльності, та

ефект фінансового левериджу, а отже, здатна збалансувати обсяг позикових коштів в інтересах підприємства. По-друге, зміни структури капіталу відображаються в динаміці, що, з одного боку, співвідноситься з дією важелів фінансово-економічної діяльності при управлінні розривом, та, з іншого, дозволяє враховувати результати прояву екологоорієнтованої діяльності у довгостроковій перспективі.

Формалізація динамічної компромісної моделі представлена у вигляді оптимізаційної моделі, що складається з цільової функції і двох обмежень:

$$PV(T \cdot Int) - PV(FD) + W \rightarrow \max \quad (3.2)$$

$$a \leq \frac{EBITDA}{Int} \leq b \quad (3.3)$$

$$c \leq \frac{E}{E + D} \leq d, \quad (3.4)$$

де  $PV(T \cdot Int)$  – приведені вигоди боргового навантаження;

$PV(FD)$  – приведена вартість фінансових ускладнень;

$W$  – гранд-елемент, який показує умовну субсидію для підприємства при пільговому кредитуванні;

$T$  – розмір податкових платежів;

$Int$  – розмір процентних платежів по кредиту;

$EBITDA$  – розмір прибутку підприємства до відрахування витрат зі сплаті податків, відсотків, нарахованої амортизації;

$E$  – власний капітал підприємства;

$D$  – позиковий капітал підприємства;

$a, b$  – нижня і верхня межі коефіцієнта покриття відсотків;

$c, d$  – нижня і верхня межі коефіцієнта фінансової незалежності.

В якості обмежень для цільової функції використовуються обмеження з фінансової стійкості (формула 3.3) і обмеження за коефіцієнтом покриття відсотків (формула 3.4).

При цьому використання обмеження з фінансової стійкості пов'язане з фінансовими можливостями підприємства (що показані за допомогою інтегрального показника фінансового стану  $Z$ ). Обмеження за коефіцієнтом покриття відсотків співвідноситься з величиною вартісного розриву, який є об'єктом управління. Так, на сьогодні залежно від класу позичальника (кредитного рейтингу), у фінансовій практиці визначені порогові значення для наведених нами обмежень [111]:

а) коефіцієнт покриття відсотків:  $a=6,3$ ,  $b=2,3$  (для зони використання операційних важелів та зони використання переважно операційних і фінансово-інвестиційних важелів);  $a=1,7$ ,  $b=1$  (зона використання фінансово-інвестиційних та зона використання переважно фінансово-інвестиційних та операційних важелів);

б) обмеження з фінансової стійкості:  $c = 4,8$ ,  $d = 6,8$  (для зони використання операційних важелів та зони використання переважно операційних і фінансово-інвестиційних важелів);  $c = 2,4$ ,  $d = 3,3$  (зона використання фінансово-інвестиційних та зона використання переважно фінансово-інвестиційних та операційних важелів);

Вважаємо, що для кожної зони використання важелів управління (операційних або фінансово-інвестиційних) може бути формалізована оптимальна структура капіталу, що будуватиметься з урахуванням наведених вище обмежень. Причому, залежно від класу позичальника (кредитного рейтингу) встановлюються відповідні граничні значення для кожної зони використання важелів.

Проаналізуємо динамічну компромісну модель щодо можливості врахування нею поряд з фінансово-економічними екологічними факторів вартості капіталу підприємства. Так, націленість підприємства на реалізацію стратегії розвитку підприємства, орієнтованої на екологоорієнтований розвиток, формує передумови до внесення ряду доповнень і коригувань в існуючу методику оцінки вартості капіталу на базі динамічної компромісної моделі.

По-перше, представляється доцільним розширити базу ризиків, що використовуються у моделі. Фінансовими організаціями визначений перелік ризиків, пов'язаних з відмовою від дотримання екологоорієнтованої діяльності (таблиця 3.1).

По-друге, додатковим елементом цільової функції зі знаком "+" може стати показник, що характеризує компенсаторний механізм у формі додаткових ефектів для підприємства в розрізі фінансової, інвестиційної, операційної діяльності.

Таблиця 3.1 - Ризики для підприємств і організацій, пов'язані з екологоорієнтованою діяльністю (складено автором на основі [124])

№	Назва ризику	Сутність ризику
1	Ризик погіршення ділової репутації	Ділова репутація (гудвіл) залежить від здійснення підприємством природоохоронної діяльності: за наявності заходів природоохоронного характеру – репутація підприємства покращується.
2	Ризик дефолту	Недотримання природоохоронних стандартів, порушення екологічного законодавства (як результат – судові розгляди) – все це впливає на здатність підприємства повернути кредит, забезпечити фінансово-економічну стійкість.
3	Ризик зниження вартості заставного майна	В результаті недотримання екологічних стандартів, забруднення довкілля на території підприємства і за його межами можливі зниження заставної вартості майнового комплексу.
4	Ризик втрачених ринкових можливостей	Зниження конкурентоспроможності в результаті недотримання правил екологічної і соціальної політики; зниження обсягу додаткових фінансових коштів від потенційних соціально-орієнтованих інвесторів, комерційних банків.

За наявності пільгового кредитування, зокрема при здійсненні екологоорієнтованої діяльності, їх врахування може відобразитись в грант-елементі.

Слабкими сторонами моделі у розрізі врахування нею екологічного фактору впливу є складнощі в оцінюванні екологічної складової у ставці ризику.

Отже, залежно від фінансових можливостей підприємства та величини вартісного розриву визначається відповідний набір важелів управління: важелів операційної або фінансово-інвестиційної діяльності. Фінансування таких заходів з управління розривом здійснюється на власний розсуд суб'єкта господарювання. З метою підтримання фінансового стану підприємства на належному рівні при здійсненні фінансування таких заходів нами запропоновано використовувати обмеження, в ролі якого може виступати структура капіталу підприємства. Періодична оцінка підприємством власної структури капіталу сприятиме забезпеченню фінансової стійкості економічного агента, сигналізуватиме про ймовірність настання банкрутства при здійсненні критичних для підприємства обсягів фінансування, та у кінцевому підсумку сприятиме мінімізації вартісного розриву.

## ВИСНОВКИ

1. В основі удосконалення вартісно-орієнтованого управління підприємством лежить підвищення його ефективності відповідно до нових вимог та тенденцій, що диктує зовнішнє середовище. В результаті проведеного аналізу обґрунтовано зростання ролі корпоративної соціальної відповідальності як нефінансового фактору стратегічного розвитку.

2. На базі дослідження залежності середньозваженої вартості капіталу підприємства від здійснюваної ним політики екологічної відповідальності запропоновано модель, що характеризує зміну величини вартісного розриву за середньозваженою вартістю капіталу у часі, в основу якої покладено параметр екорелевантності. Ключовим індикатором при оцінюванні втрат вартості від реалізації інвестиційного проекту, залежно від його екологічних характеристик слугує ймовірність таких втрат  $p_i$ . Виявлено, що величина ймовірності втрат вартості визначає характер поведінки вартісного розриву за фактором WACC в динаміці.

Приймаючи до уваги той факт, що вартісно-орієнтоване управління є комплексною системою управління організацією вплив факторів екологічного характеру обґрунтовано враховувати в контексті кожної складової системи управління, розглядаючи її як окремий механізм управління вартістю.

3. З огляду на довгостроковий характер прояву впливу екологічного чинника (у вигляді ефектів або ризиків) на фінансово-економічні показники діяльності серед механізмів управління вартістю, які доцільно будувати на основі методу вартісного розриву, запропоновано розглядати механізм вартісно-орієнтованого управління інвестиційною діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого управління фінансовою діяльністю, механізм вартісно-орієнтованого стратегічного управління.

4. Мету та завдання управління за кожним механізмом управління обґрунтовано формувати на основі розширення критеріальної бази оцінювання управлінських рішень шляхом оцінювання загальної величини вартісного



розриву – для механізму вартісно-орієнтованого стратегічного управління та окремо за факторами ROIC та WACC – відповідно для механізму вартісно-орієнтованого управління інвестиційною та фінансовою діяльністю. Використання методу вартісного розриву у вартісному управлінні дозволяє розширити об'єктну базу та аналітичний апарат існуючих механізмів вартісного управління.

5. Механізм стратегічного управління визначено як базовий механізм з точки зору подальшого удосконалення механізму управління інвестиційною та фінансовою діяльністю. Процес вартісно-орієнтованого стратегічного управління запропоновано здійснювати з урахуванням методу вартісного розриву. Аналіз факторів вартісного розриву, його оцінка та прогнозування здійснюються відповідно до етапів вартісно-орієнтованого стратегічного управління.

6. Запропонований в роботі метод вартісного розриву дозволив розширити можливості існуючого методичного апарату оцінювання інвестиційних рішень підприємства з урахуванням впливу екологічного чинника. На відміну від традиційних методів оцінки інвестиційних проектів, метод вартісного розриву дозволяє врахувати вплив екологічного чинника при оцінці найбільш ефективного інвестиційного проекту.

7. Механізм управління фінансовою діяльністю запропоновано формувати на основі методу оцінювання та прогнозування розриву WACC. Об'єктом управління визначено динаміку розриву WACC.

8. Процес управління вартісним розривом запропоновано здійснювати на основі важелів операційної та фінансово-інвестиційної діяльності. До важелів операційної діяльності пропонується включати постійні витрати і обсяг виробництва (в межах релевантного інтервалу), змінні витрати, операційний прибуток, ціну за одиницю продукції, амортизаційні відрахування. Їх застосування спрямоване на підвищення ефективності виробничої діяльності за рахунок акумулювання внутрішніх резервів підприємства, не залучаючи додаткові інвестиційні ресурси. До важелів фінансово-інвестиційної діяльності

пропонується відносити традиційні інструменти: облігаційні займи, лізинг, кредити, проектне фінансування тощо. Ефективними інструментами управління є рівень фінансового левериджу, вартість капіталу тощо.

Вибір таких важелів в роботі обґрунтовано здійснювати залежно від фінансових можливостей підприємства та безпосередньо величини вартісного розриву. Виділені зони використання важелів управління залежно від комбінації результатів такої оцінки: зона використання важелів операційної діяльності; зона використання переважно важелів операційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів фінансово-інвестиційної діяльності; зона використання переважно важелів фінансово-інвестиційної діяльності з вибіркоvim застосуванням важелів операційної діяльності; зона використання важелів фінансово-інвестиційної діяльності.

9. У дослідженні обґрунтовано використання обмеження щодо обсягів фінансування заходів з управління вартісним розривом. Таким обмеженням може виступати структура капіталу підприємства. Періодичне оцінювання підприємством власної структури капіталу (при плануванні заходів з управління вартісним розривом) дозволить підтримувати пропорції щодо джерел фінансування на необхідному рівні.

10. З метою вибору найбільш доцільної моделі формування оптимальної структури капіталу, що слугуватиме обмеженням при управлінні вартісним розривом, проведено аналіз існуючих моделей. З урахуванням переваг поряд з іншими теоріями структури капіталу визначено динамічну компромісну теорію формування джерел фінансування як основу для визначення обмеження при реалізації управління на основі методу вартісного розриву.

Основними перевагами моделі визначені наступні: врахування ризиків банкрутства; відображення змін структури в динаміці; можливість врахування екологічного чинника впливу шляхом розширення бази ризиків або через компенсаторний механізм у формі додаткових ефектів для підприємства в розрізі фінансової, інвестиційної, операційної діяльності.

## ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ

1. Акімова І. Звіт про результати опитування щодо впровадження соціальної відповідальності бізнесу в Україні [Електронний ресурс] / І. Акімова, А. Марцінків, О. Осінкіна. - 2005. - 56 с. - Режим доступу: [http://www.un.org.ua/files/SURVEY\\_UKR.pdf](http://www.un.org.ua/files/SURVEY_UKR.pdf)
2. Александров Ю. М. Идентификация стейкхолдеров для целей управления стоимостью компании / Корпоративные финансы: перспективы и реальность. Управление стоимостью компании: Сб. участников Третьей междунар. конф. молодых ученых // Под научн. ред. Т.В. Тепловой. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2011.
3. Анализ некоторых проблем экономического роста в российской переходной экономике [Текст] / Е. Астафьева, В. Бессонов, И. Воскобойников, М. Турунцева, О. Луговой. – М.: Институт экономики переходного периода, 2003. – 255 с.
4. Андреева Н. Экологические аспекты развития финансового менеджмента в Украине с учетом международного опыта и в рамках экологизации инвестиционной деятельности [Текст] / Н. Андреева // Наукові праці ДонНТУ. Серія: економічна - 2007. - №4. - С. 189-200.
5. Афанасьева О. В. Публичная отчетность компаний: между социальной ответственностью и тотальным маркетингом / О. Афанасьева // Вопросы государственного и муниципального управления. – 2013. – №1. – С.182-198.
6. Блек Э. Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании [Текст] / Э. Блек. - М.: Олимп-бизнес, 2009. - 400 с.
7. Бобылев С. Н. Кризис и экономика : экологические аспекты / С.Н. Бобылев // Инновационные механизмы в экономике природопользования. - Материалы Третьей Международной научной конференции «Инновационное развитие экономики России: роль университетов» 21-24 апреля 2010 г., г. Москва

8. Бородин А. И. Сущность и содержание основных эколого-экономических противоречий / А. И. Бородин // Экология промышленного производства. – 2005. – №2. – С. 2-6.
9. Бочаров В. В. Управление стоимостью бизнеса [Текст] / В. В. Бочаров, И. Н. Самонова, В. А. Макарова. - Учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2008. – 173 с.
10. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхем, М. Эрхардт. - 10-е изд.: Пер. с англ. - СПб.: Питер, 2009. - 960 с.
11. Брюханова Н.В. Финансовое планирование и финансовое планирование инвестиционной деятельности организаций [Текст]: монография / Н. В. Брюханова, Н. В. Фадейкина. - Новосибирск: СИФБД, 2005. - 127 с.
12. Бурлацкий А. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании / А. Бурлацкий, Г. Айбиндер, Г. Головина // Управление компанией. - 2009. - №2. - С. 13-18.
13. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса. Учебник [Текст] / С. В. Валдайцев. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2003. - 352 с.
14. Васильева Т.А. Класифікація факторів формування вартості банківського бізнесу / Т.А. Васильева // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – 2009. - Вип. 26. – С. 28-36.
15. Варфоломеев Е.В. Совершенствование методов оценки влияния эколого-инновационной деятельности на рыночную стоимость компаний [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.05: защищена 13.04.11 : утв. 21.09.11 / Варфоломеев Евгений Викторович. - М., 2011. - 153 с.
16. Варфоломеев Е. В. Методические подходы к формированию индекса устойчивого развития компаний нефтегазового комплекса / Варфоломеев Е. В., Марьин О. В., Быков Д. А., Карасев О. И., Великанова Н. П., Ветчинкина Е. В. // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. 2012. № 10. С. 4-16.

17. Великий тлумачний словник сучасної української мови (з. Дод., допов. на CD) 7-е видання: / Уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. — К.: Ірпінь: ВТФ «Перун», 2009. — 1736 с.

18. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика: учебное пособие / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Дело, 2002. - 888 с.

19. Вишняков Я. Проблемы рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности предприятий, с учетом экологической составляющей / Я. Вишняков // Российское предпринимательство - 2006. - №4 (76). - С. 96-101.

20. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. - 2005. - Т.3. - №2. - С. 3-42.

21. Волков Д. Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки / Д. Л. Волков // Российский журнал менеджмента. - 2005. - Т.3. - №4.-С. 67-76.

22. Выгон Г.В. Оценка фундаментальной стоимости нефтяных месторождений: метод реальных опционов / Г.В. Выгон // Экономика и математические методы. - 2001. - №37. - С. 54 - 69.

23. Галузева програма енергоефективності та енергозбереження на період до 2017 року. - Затверджено наказом Міністра промислової політики України від 25.02.2009 р. № 152.

24. Галушкин С.В. Выгоды устойчивого развития: выход на рынок «устойчивых» инвестиций [Электронный ресурс] / С.В. Галушкин, С.С. Головачев, С.Ю. Наквасин // Деловой журнал по связи с инвесторами. - 2010. - 15 июля. Режим доступа: <http://www.ir-russia.ru/news/Sustainable-investment-14022011.htm>

25. Галушкина Т. П. Экономические инструменты экологического менеджмента (теория и практика) / Т. П. Галушкина. НАН Украины. Ин-т проблем рынка и экон.-экол. исслед. - О.: 2000. - 280 с.

26. Геп - анализ [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://marketolog.biz/index.php?pid=125>

27. Геращенко И.П. Теоретические основы и практические подходы к формированию целевой структуры капитала / И.П. Геращенко // Инновационное образование и экономика. – 2009. - №5 (16). - С. 82-89.

28. Гершун А. Полный курс по сбалансированной системе показателей [Электронный ресурс] / А. Гершун - Режим доступа: <http://balanced-scorecard.ru/books/bsc2/236>

29. Горохова Т. Екологічна складова політики корпоративної соціальної відповідальності підприємств [Електронний ресурс] / Т. Горохова / Вестник. Наука и практика. - Режим доступа: <http://конференция.com.ua/pages/view/513>

30. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран - 2-е изд. - Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 1342 с.

31. Денисюк О. Г. Аналіз вартісного потенціалу підприємства / О. Г. Денисюк // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Житомир: ЖДТУ, 2011. – № 4 (58). – С. 208- 210

32. Доходи підприємств машинобудівного комплексу [Електронний ресурс] / Статистична інформація Державної служби статистики України. Режим доступа: <http://www.ukrstat.gov.ua>

33. Джянг Б. Взгляд на рентабельность капитала в долгосрочной перспективе [Электронный ресурс] / Б. Джянг, Т. Коллер // Вестник McKinsey. - 2006. - №13. - Режим доступа: <http://www.management.com.ua/tend/tend057.html?print>

34. Дитрих В. Зеленый бизнес – миллиардная сделка! На смену доткомам приходят дотгрины [Текст] / В. Дитрих ; [пер с немецкого В. Хартмана]. – К.: 2009. – 296 с.

35. Длуголески Э. Изменение климата и финансовый сектор: перспективы деятельности [Электронный ресурс] / Э. Длуголески, С. Лафельд. – Издание Allianz Group и WWF (на русском языке подготовлено WWF России. – 2005. – Режим доступа : [http://www.wwf.ru/data/publ/climate/cc\\_andfinansial.pdf](http://www.wwf.ru/data/publ/climate/cc_andfinansial.pdf)

36. Дятлов А.Н. Оптимизация маркетингового бюджета фирмы с использованием моделей S-образных кривых функций спроса / А. Н. Дятлов., С. Ю. Артамонов // Экономический журнал Высшей школы экономики. - 1999. - №4. - С. 529 - 542.

37. Ефимова С.А. Маркетинговое планирование, или как с помощью плана добиться увеличения прибыли организации [Текст] / С.А. Ефимова. - М.: Альфа-Пресс, 2012. - 196 с.

38. Егерев И.А. Факторы управления стоимостью: выявление и анализ / И. А. Егерев // Вопросы оценки. - 2011. - № 3. - С.39-48.

39. Єсаян Е. Напрями удосконалення системи фінансового менеджменту на промисловому підприємстві / Е.Єсаян // Вісник Донецького національного університету. Серія: Економіка і право, 2009. - №1. - С.353-360.

40. Жарова Л. В. Екологічне підприємництво та екологізація підприємництва: теорія, організація, управління : монографія / Л. В. Жарова, Є. Ю. Какутич, Є. В. Хлобистов; за ред. акад. НАН України Б. М. Данилишина ; Рада по вивч. продукт. сил України НАН України, НДІ сталого розвитку та природокористування. - Суми : Університетська книга, 2009. - 240 с.

41. Зинкевич Н. В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н.В. Зинкевич, Е.А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. - № 1(5). - С. 81-102.

42. Зозуля В. EVA: новый взгляд на старые вещи [Электронный ресурс] / В. Зозуля - Режим доступа: <http://www.management.com.ua/finance/fin008.html>

43. Иванов И. Ф. Использование логистической кривой для оценки стоимости компании на развивающемся рынке / И. Ф. Иванов // Журнал "Корпоративные финансы". - 2008. - №1 (5). - С. 47 - 62.

44. Иванов В.В. Финансовое планирование и бюджетирование [Текст]: монография / В. В. Иванов, Н. Н. Цытович. - СПб.: БАН; Нестор-История, 2009. - 332 с.

45. Ивашковская И.И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская - Режим

доступу: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2005-2/16.shtml>

46. Ивашковская И. В. Управление стоимостью компании: вызов российскому менеджменту / И. В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. - 2004. - №4. - Т.2. - С. 113-132.

47. Ивашковская И.В. Управляемая стоимость [Электронный ресурс] / И. В. Ивашковская // Секрет фирмы. - 2003. - №4. - Режим доступа: [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_20/article\\_488/](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_488/)

48. Ивашковская И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты / И. В. Ивашковская, Е. Б. Кукина, И. В. Пенкина // Журнал "Корпоративные финансы". - 2010. - №2 (14). - С. 103-108.

49. Казанцева С. А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия [Текст] / С. А. Казанцева // Актуальные вопросы экономики и управления: материалы междунар. науч. конф. (г. Москва, апрель 2011 г.).Т. I. — М.: РИОР, 2011. — С. 183-188.

50. Калининкова Е. В. Инвестиционный менеджмент [Электронный ресурс] / Е. В. Калининкова. - Режим доступа: <http://textb.net/122/index.html>

51. Калугина Т. В. Выработка принципов построения системы показателей эффективности промышленного предприятия на основе современных концепций стратегического управления / Т. В. Калугина, И. Б. Гусева // Труды Нижегородского государственного технического университета им. Р. Е. Алексеева.-2010.-№3(82).- С. 260 - 265.

52. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия [Текст] / Б. Коласс. - М.: Финансы, 1997. – 576 с.

53. Копытов А.П. Экологический долг в системе взаимодействия экономики с природой [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.01 / Копытов Антон Павлович. – Челябинск : РГБ, 2006. – 148 с.

54. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Дж. Муррин. - М.: Олимп-Бизнес, 2011. - 569 с.

55. Короткий В. Теоретичні засади екологізації інвестиційної діяльності підприємства / В. Короткий // Економічний аналіз - 2011. - №9. - С. 240-243.



56. Краминова Ф. А. Факторы, определяющие стоимость компании [Электронный ресурс] / Ф. А. Краминова // Международная научная конференция «Ломоносов-2007». - Режим доступа: [http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov\\_2007/08/k.f.a@mail.pdf](http://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2007/08/k.f.a@mail.pdf)

57. Кудина М.В. Теория стоимости компании [Текст] / М.В. Кудина. - М.: ИД "Форум": ИНФРА-М, 2010. - 368 с.

58. Кузьмін О. Нова парадигма побудови системи менеджменту / О. Кузьмін, Н. Петришин, Н. Сиротинська // Науковий вісник. – 2011. – Вип. 6. - С.14-18.

59. Лисица М. Обзор моделей теории структуры капитала и анализ их состоятельности / М. Лисица // Финансы и кредит. - 2007. - №9. - С.48-55.

60. Литвин М.И. Прогнозирование прибыли на основе факторной модели [Электронный ресурс] / М. И. Литвин // Финансовый менеджмент. - 2002. - №6. - Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=22531>

61. Лукасевич, И.Я. Анализ финансовых операций [Текст] / И.Я. Лукасевич. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1998. – 400 с.

62. Майсснер Ф. Підвищення енергоефективності в Україні: зменшення регулювання та стимулювання енергосбереження [Електронний ресурс] / Ф. Майсснер, Д. Науменко, Й. Радеке // Серія консультативних робіт. Режим доступу : [http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy\\_papers/German\\_advisory\\_group/2012/PP\\_01\\_2012\\_ukr.pdf](http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2012/PP_01_2012_ukr.pdf)

63. Малютін О.К. Оцінка фінансового сектору та його значення в економічному розвитку України / О. К . Малютін // Фінанси України. – 2010. – №3. – С.92-100.

64. Медяник Н. В. Природопользование в системе экономических интересов [Электронный ресурс] / Н. В. Медяник // Экономический журнал. 2011. – №24. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/prirodopolzovanie-v-sisteme-ekonomicheskikh-interesov> .

65. Мельник Л.Г. Экологическая экономика [Текст] / Л.Г. Мельник. - Сумы: ИТД "Университетская книга", 2001. - 350 с.

66. Мельник Л.Г., Скаков С. А. Ресурсосбережение как направление природопользования / Л.Г. Мельник, С.А. Скаков // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. - 2001. - Вип. 1-2. - С. 70-73.

67. Мельник Л.Г., Сотник И.Н. Эколого-экономические аспекты малого ресурсосбережения / Л.Г. Мельник, И.Н. Сотник // Збірник наукових праць міжнародної науково-практичної конференції "Політичні, економічні та екологічні проблеми енергетичної безпеки і транспортування енергоресурсів в Україні". - К.: РВПС України НАН України, 2001. - С. 177 - 179.

68. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теория ММ [Текст] / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999. – 272 с.

69. Мороз Ю.Ю. Моніторинг вартісного потенціалу сільськогосподарських підприємств / Ю.Ю. Мороз // Збірник наукових праць Подільського державного аграрно-технічного університету. – Кам'янець-Подільський, 2009. –С.474-477.

70. Мочалова Л.А. Управление экологической стоимостью предприятия / Л. А. Мочалова // Вестник УГТУ. - 2007. - № 4. - С. 40-48.

71. Мочалова Л.А. Информационное обеспечение стоимость-ориентированного экологического менеджмента предприятия / Л. А. Мочалова // Вестник УГТУ - УПИ. - 2009. - № 1. - С. 93-101.

72. Наказ "Про затвердження Порядку проведення оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій" № 247 від 01.04.2003.

73. Нижегородцев Р. М. Логистическое моделирование экономической динамики / Р. М. Нижегородцев // Управление социально-экономическими системами. - 2004. - № 1. - С. 46 - 53.

74. Нижегородцев Р. М. Модели логистической динамики как инструмент экономического анализа и прогнозирования [Електроний ресурс] / Р. М. Нижегородцев // Сборник научных трудов экономического факультета Алтайского Государственного факультета "Моделирование экономической

динамики: риск, оптимизация, прогнозирование". - 1997. - № 5. Режим доступа: <http://lise.asu.ru/lib/pub>

75. Огиер Т. Настоящая стоимость капитала: Практическое руководство по принятию финансовых решений / Т. Огиер, Дж. Рагман, Л. Спайсер. - Пер. с англ.; под науч.ред.О.Б.Ватченко. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007. – 288 с.

76. Олейник К.А. Экологические риски финансово-хозяйственной деятельности: вопросы методологии и мировой опыт оценки [Текст]: дис. канд.экон.наук: 08.00.10: защищена 10.02.02: утв. 20.07.02 / Олейник Константин Андреевич. - М., 2002. - 199 с.

77. Орехов Л. Организационно-экономический механизм управления предприятием / Л. Орехов, Ю. Лысенко, П. Егоров // Экономика Украины. – 1997. – № 1. – С. 86-87.

78. Основы социального управления: Учебное пособие [Текст] / А.Г. Гладышев, В.Н. Иванов, В.И. Патрушев и др. Под ред. В.Н. Иванова. - М.: Высшая школа, 2001. – 271с.

79. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

80. Офіційний веб-сайт ПАТ "Сумський завод Насосенергомаш" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nempump.com/ru>

81. Офіційний веб-сайт ТОВ "Конструкторське бюро "УКРСПЕЦМАШ" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.kb-usm.com.ua/>

82. Офіційний веб-сайт Dow Jones Sustainability Index [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sustainability-index.com>

83. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=44580](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580)

84. Оцінка стану виконання підсумкових документів Всесвітнього саміту зі сталого розвитку (Йоганнесбург, 2002) в Україні / Л.Г. Руденко, Г.О. Білявський, І.О. Горленко та ін. – К.: Академперіодика, 2004. – С.23.

85. Папп В. Оптимізація розподілу інвестиційних ресурсів та вибір ефективних інвестиційних проектів / В. Папп // Регіональна економіка. – 2004. - № 2. – С. 246-255.
86. Патрушева Е. Г. Обзор теоретических концепций стратегического управления на основе роста стоимости компании [Электронный ресурс] / Е. Г. Патрушева // Финансовый менеджмент. - 2008. - №1. - Режим доступа: <http://dis.ru/library/detail.php?ID=26628>
87. Пахомова С. В. Аналіз стану машинобудівних підприємств України та можливості стратегії їх розвитку / С. В. Пахомова // Прометей. - 2009. - № 3(29). - С. 155 - 159.
88. Пещанская, И.В. Финансовый менеджмент: краткосрочная финансовая политика [Текст] / И.В. Пещанская. – М. : Экзамен, 2005. – 256 с.
89. Пономарева О.А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы / О.А. Пономарева // Корпоративные финансы. – 2008. – №2(6). – С. 78-91.
90. Пономаренко В.С. Механизм управления предприятием: стратегический аспект [Текст] / [В.С.Пономаренко, Е.Н. Ястремская, В.М. Луцковский и др.]. – Харьков: Изд. ХГЭУ, 2002. – 252 с.
91. Попков В. П. Организация и финансирование инвестиций [Текст] / В. П. Попков, В. П. Семенов. – СПб : Питер, 2001. – 224 с. – (Серия "Ключевые вопросы").
92. Постан М. Я. Обобщенная логистическая кривая: ее свойства и оценка параметров / М. Я. Постан // Экономика и математические методы. — 1993. - Т. 29, вып. 2. - С. 65-76.
93. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент у банку [Текст] / Л.О. Примостка - 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2009. — 468 с.
94. Промисловість України у 2007-2010 роках. Статистичний збірник [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України.– Режим доступу: [http://govuadocs.com.ua/tw\\_files2/urls\\_2/627/d-626791/7z-docs/1.pdf](http://govuadocs.com.ua/tw_files2/urls_2/627/d-626791/7z-docs/1.pdf)

95. Рогалев Н. Д. Инвестиционная деятельность как инструмент управления стоимостью генерирующей компании / Н. Д. Рогалев, А. Г. Зубкова, Е. А. Негомедзянова // Инновации. - 2007. - №7 (105). - С. 107-111.

96. Романів І.І. Теоретико-методологічні засади розвитку теорії структури капіталу / І.І. Романів // Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Серія: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2008. – №635. – С.40-50.

97. Савінова Ю. М. Особливості розвитку фінансового ринку України як основи функціонування системи фінансового посередництва / Ю. М. Савінова // Ефективна економіка. – 2013. – №5. - С. 110-118.

98. Самохвалов В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? [Электронный ресурс] / В. Самохвалов // Управление компанией. - 2004. - №5 - Режим доступа: [http://www.iteam.ru/publications/strategy/section\\_20/article\\_2148/](http://www.iteam.ru/publications/strategy/section_20/article_2148/)

99. Скотт М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости [Текст] / М. Скотт / Пер. с англ. - М.: Альпина-бизнес, 2000. - 432 с.

100. Словник іншомовних слів. За заг. ред. О.С. Мельничука. - К., 1994. – 776с.

101. Снежко Е. Там вам не здесь [Электронный ресурс] / Е. Снежко // Инвестгазета - 2012. - №24. - Режим доступа: <http://www.investgazeta.net/kompanii-i-rynki/tam-vam-ne-zdes-162923/>

102. Солодухина А. В. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий поход / А.В. Солодухина, Д. В. Репин // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1(5). - С. 103-118.

103. Сотник І.М. Еколого-економічні механізми управління інноваційним ресурсозбереженням у машинобудуванні: монографія / І. М. Сотник. - Суми: ВТД "Університетська книга", 2007. - 252 с.

104. Сотник И.Н. Эколого-экономическое обоснование эффективности энергосберегающих мероприятий на промышленных предприятиях Сумской

области / И. Н. Сотник // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. - 2002а. - Вип. 3-4. - С. 93-101.

105. Социально-экологическая ответственность и рейтинги российского бизнеса: Справочник [Текст] / Международный Социально-экологический Союз, Независимое экологическое рейтинговое агентство при содействии Международного Банка реконструкции и развития. М.: 2005-2007.

106. Стельмах М. Механізм формування раціональної структури капіталу підприємства / М. Стельмах // Економічний аналіз. - 2010. - №5. - С. 339-343.

107. Стефанович Є.А. Інвестиційні проекти та джерела їх фінансування / Є. А. Стефанович // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. - № 20. – С. 8-12.

108. Сысоева Е. Сравнительный анализ подходов к проблеме оптимизации структуры капитала / Е. Сысоева // Финансы и кредит. 2007. - №25. - С.55-59.

109. Тарасенко С. В. Екологічний гудвіл як елемент вартості сучасного підприємства / С. В. Тарасенко // Вісник СНАУ. Серія "Економіка та менеджмент". - 2010. - №5/1. - С. 155-160.

110. Телиженко А. М. Принципы оптимизации территориальных сценариев снижения эмиссии загрязняющих веществ / А. М. Телиженко // Механизм регулирования экономики. – 2005. – № 2. – С. 11 – 18.

111. Теплова Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании (практика российских предприятий) [Текст] / Т. В. Теплова. - М.: Вершина, 2007. - 272 с.

112. Туріянська М.М. Інвестиційні джерела: монографія / М.М. Туріянська. – Донецьк: Юго-Восток, 2004. – 317 с.

113. Ушаева С. Показатели эффективности структуры капитала фирмы / С. Ушаева // Вестник Челябинского государственного университета. - 2009. - №2 (140). - С. 144-149.

114. Финансовый менеджмент: учебно-практическое пособие / [А.Ю. Кравчук, Н.С. Россиина, Ю.Б. Терехович и др.]. - Ярославль: 2009. - 350 с.

115. Харин А. Г. Методологические особенности управления стоимостью компании, осуществляющей "зеленые" инновации / А. Г. Харин // Балтийский регион. - 2012. - №3. - С. 47-58.

116. Харина Н.Л. Нематериальные факторы роста стоимости компании и их роль в реализации стратегических задач компании / Н.Л.Харина, Е.В. Бабенкова // Материалы международной научно-практической конференции «Экономика и управление: прошлое, настоящее, будущее», г. Новосибирск 15 мая 2012 года. - Ч.1. – Новосибирск: Изд. «Союз», 2011.

117. Хміль Ф.І. Основи менеджменту: Підручник. – К.: Академвидав, 2009. - 608с.

118. Ходоровский М. Я. Подходы к оценке эффективности стратегии организации / М. Я. Ходоровский, Е. В. Алексенко // Вестник УГЕН-УПИ.- 2009. - №3. - С. 4 - 21.

119. Хотинская А.В. Российский бренд-капитал: масштаб, динамика, финансовые технологии / А.В. Хотинская // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. - 2010. - № 12. - С. 3-12.

120. Цой Р. А. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления: дис. канд. эк. наук: 08.00.10. Ростов-на-Дону, 2007. 174 с.

121. Чайковська О.В. Шляхи та проблеми впровадження фінансового менеджменту на українських підприємствах / О.В. Чайковська, К.С. Котенькова // Торгівля і ринок України. - 2009. - №28. - Т.1. - С.344-348.

122. Черемных О. Эффективное ведение бизнеса [Электронный ресурс] / О. Черемных. - Режим доступа: <http://www.arsenal-hr.ru>

123. Черних О. В. Сутність та значення політики соціальних інвестицій в діяльності підприємств [Електронний ресурс] / О. В. Черних. - Режим доступа: [http://ir.nmu.org.ua/bitstream/handle/123456789/399/2008\\_1\\_2\\_p080-086.pdf?sequence=1](http://ir.nmu.org.ua/bitstream/handle/123456789/399/2008_1_2_p080-086.pdf?sequence=1)

124. Чиста вигода для Росії: переваги відповідального фінансування. Доповідь Програми по екологізації ринків і інвестицій WWF / Під ред. Іветты

Герасимчук, Камилы Илюмжиновой і Алистера Шорна. Москва - Франкфурт-на-Майне - Йоханнесбург: WWF, - 2010. - 131 с.

125. Шабунина И.М. Пределы и императивы использования природных ресурсов, факторов / И.М. Шабунина, В.В. Фесенко // Вестник ВолГУ. – 2003-2004. – Серия 3. – Вып. 8. – С. 6 – 22.

126. Шарп У. Ф. Инвестиции [Текст] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бейли. Пер. с англ. - М. : ИНФРА-М, 1997. - 1035 с.

127. Шишова Ю. Г. Екологічні фактори трансформації корпоративних інтересів: зміна моделей управління / Ю. Г. Шишова // Фінансові механізми управління природокористуванням : монографія / за заг. ред. В. М. Бороноса, І. Д. Складар. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 62–69.

128. Шишова Ю.Г. Перспективи використання фінансового інструментарію екологічного регулювання у виробничому процесі / Ю. Г. Шишова, П. М. Рубанов // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2010. – № 1. – Том 2. – С. 125 – 131.

129. Шишова Ю.Г. Екологічний чинник трансформації ринкових механізмів: аналіз структури капіталу підприємства / Ю. Г. Шишова, П. М. Рубанов // Вісник Сумського державного університету. Серія Економіка. – 2012. – № 3. – С. 110 – 120.

130. Шишова Ю.Г. Трансформація системи фінансового менеджменту на підприємстві: нові завдання та вимоги / Ю. Г. Шишова // Економічний простір. – 2012. – № 68. – С. 290 – 300.

131. Шишова Ю.Г. Оцінка впливу екологоорієнтованої діяльності підприємства на його фінансово-економічні показники / Ю. Г. Шишова // Бізнес Інформ. – 2012. – № 12. – С. 234 – 237.

132. Шишова Ю.Г. Методичні аспекти управління вартістю підприємства в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі вартісного розриву / Ю. Г. Шишова // Інноваційна економіка. – 2013. – № 11(49). – С. 196 – 204.



133. Шишова Ю.Г. Вартісно-орієнтоване управління підприємствами в умовах екологоорієнтованого розвитку на основі методу вартісних розривів / Ю. Г. Шишова, М. В. Костель // Проблеми економіки. – 2013. – № 4. – С. 206 – 214.

134. Шишова Ю. Г. Модернізація інструментарію фінансового механізму екологічного регулювання у виробничій діяльності / Ю. Г. Шишова // Тези доповідей науково-технічної конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту «Економічні проблеми сталого розвитку», Суми, 19-23 квітня 2010 року. - Суми : СумДУ, 2010. – С. 125–126.

135. Шишова Ю.Г. Формування ефективного інструментарію фінансово-економічного механізму раціоналізації природокористування / Ю. Г. Шишова, П.М. Рубанов // Тези доповідей XIII Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Екологія. Людина. Суспільство», Київ, 19-23 квітня 2010 року. - Київ: НТУУ "КПІ", 2010. - С. 295-296.

136. Шишова Ю.Г. Впровадження екологоорієнтованих інвестиційних проектів як важливий напрям в управлінні підприємством / Ю. Г. Шишова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Теорія та практика розвитку інноваційної економіки», Одеса: Центр економічних досліджень та розвитку, 2011. – Ч.І. - С. 111-114.

137. Шишова Ю. Г. Обґрунтування формування ефективного фінансового забезпечення ресурсозберігаючих інвестиційних проектів / Ю. Г. Шишова // Збірник тез доповідей I всеукраїнської науково-технічної конференції «Хімічна технологія: наука та виробництво» (Шостка, 7-9 листопада 2011 року). – Суми: СумДУ, 2011. – С. 77.

138. Шишова Ю. Г. Вплив екологоорієнтованої діяльності підприємства на управління його вартістю / Ю. Г. Шишова // Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції «Пріоритети нової економіки знань в ХХ

сторіччі», Дніпропетровськ, 26-27 грудня 2012 року. - Дніпропетровськ. 2012. – С. 96-99.

139. Шишова Ю. Г. Особливості взаємозв'язку між структуруванням капіталу з урахуванням екологічного фактору та інвестиційною привабливістю / Ю. Г. Шишова // Матеріали науково-практичної конференції, присвяченої пам'яті проф. Балацького О.Ф. «Економічні проблеми сталого розвитку», Суми, 24-26 квітня 2013 року. – Суми: СумДУ, 2013. – Т.2. - С. 265-267.

140. Шишова Ю. Г. Інвестиційні оцінки бізнесу: проблеми теорії та практики / Ю. Г. Шишова // Матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції «Економіка та менеджмент: перспективи розвитку», м. Суми, 22-24 червня 2012 р. – Суми : СумДУ, 2012. – С. 149-150.

141. Шишова Ю. Г. Протиріччя корпоративного управління в умовах екологоорієнтованого розвитку / Ю. Г. Шишова // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції «Національні моделі економічних систем», Херсон, 6-7 грудня 2013 року. – Херсон: "Гельветика", 2013. – С. 69-71.

142. Шишова Ю. Г. Управління вартісними розривами як перспективний напрям вартісно-орієнтованого менеджменту підприємства / Ю. Г. Шишова // Матеріали XXXII Міжнародної науково-практичної конференції «Тенденції розвитку організаційного та проектного менеджменту», Львів, 6-7 грудня 2013 року. – Львів: "ЛЕФ", 2013. – С. 120-122.

143. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: монографія / І. О. Школьник. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛЕД, УАБС НБУ, 2008. – 348с.

144. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Ф. Эванс, Д. Бишоп. - Пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 332 с.

145. Юдін М.А. Українське машинобудування: основні тенденції та пріоритетні напрями розвитку / М. А. Юдін // Бізнес Інформ. - 2012. - № 2. - С. 111-115.

146. Amir E. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry / E. Amir, B. Lev // *Journal of Accounting and Economics*. - 1996. Vol. 22. - P.3-30.

147. Amram M. Real options : Managing strategic investments in an uncertain world / M. Amram, N. Kulatilaka // *Harvard Business School Press*. - 1999. – P. 145–163.

148. Aras G. Developing sustainable reporting standards / G. Aras, D. Crowther // *Journal of Applied Accounting Research*. - 2008. Vol. 9. - P.4-16.

149. Arnold G. The Financial Times Guide to Investing: A Definitive Introduction to Investment and the Financial Markets / G. Arnold. - New York. 2004. - 410 p.

150. Ayres R.U. Is The US Economy Dematerializing? Main Indicators and Drivers. Center for the Management of Environmental Resources [Электронный ресурс] / R.U. Ayres, L.W. Ayres, B.Y. Warr – Режим доступа: [http://www.academia.edu/2870558/Is\\_the\\_US\\_economy\\_dematerializing\\_Main\\_indicators\\_and\\_drivers](http://www.academia.edu/2870558/Is_the_US_economy_dematerializing_Main_indicators_and_drivers)

151. Barth ME. 1994. Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites / ME. Barth, MF. McNichols // *Journal of Accounting Research*. - 1994. Vol. 32. - P.177-209.

152. Bonini, S. Valuing Social Responsibility / S. Bonini, T.M. Koller, P.H. Mirvis, // *McKinsey on Finance*. - 2009. Vol. 32(Summer), 11-18.

153. Bonini, S. How companies manage sustainability: McKinsey Global Survey results, McKinsey Quarterly [Электронный ресурс] / S. Bonini, S. Görner, A. Jones. – Режим доступа: <https://www.mckinseyquarterly.com> (Accessed: 24 March 2012).

154. Brown L. Corporate Governance and Firm Valuation / L. Brown, M. Caylor. Working paper, Georgia State University. - 2004. 157 p.

155. Campbell DJ. Narrative Reporting: Analysts' Perceptions of its Value and Relevance / DJ. Campbell, RE. Slack - ACCA, Research Report 104, London. - 2008. - 34 p.

156. Carroll A. Corporate social responsibility; Evolution of a definitional construct / A. Carroll // *Business and Society*. - 2009. Vol. 38(3). P. 268-295.

157. Cormier D. The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective / D. Cormier, M. Magnan // *Ecological Economics*. - 2007. Vol. 32(3,4). - P. 613 - 626.

158. Feldman S. Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price? / S. Feldman, P. Soyka, P. Ameer // *Journal of Investing*. - 1996. Vol. 16(4). - P. 87-97.

159. Figge F. The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies / F. Figge, T. Hahn // *Journal of Industrial Ecology*. –2006. – P. 47-58.

160. Friedman, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits / M. Friedman // *New-York Times Magazine*. - 1997. Vol. 13, P. 11-12.

161. Dictionary of Business Terms [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.divestopedia.com/definition/1065/valuation-gap>

162. Galpin T. Sustainability leadership: from strategy to results / T. Galpin, J. Whittington // *Journal of Business Strategy*. – 2012. – P. 40-48.

163. Green T. How does corporate social responsibility create value for consumers? / T. Green, J. Peloza // *Journal of Consumer Marketing*. - 2011. Vol.28 (1). - P. 48 – 56.

164. Hirschey M. Value-relevance of nonfinancial information: The case of patent data / M. Hirschey, VJ. Richardson, S. Scholz // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. - 2001. 17(3): 3-75.

165. Hughes KE. The relevance of nonfinancial measures of air pollution in the electric utility industry / KE. Hughes // *The Accounting Review*. - 2000. Vol. 75(2). - P. 209 -228.

166. Hu B. The stock market valuation of R&D information in biotech firms / B. Hu, M. Magnan // *Contemporary Accounting Research*. - 2007. Vol. 24(4). - P. 1291-1318.

167. International Finance Corporation's Policy on Social & Environmental Sustainability. Washington D.C., 2006 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ifc.org>

168. International Finance Corporation's Performance Standards on Social & Environmental Sustainability. Washington D.C., 2006 [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ifc.org>

169. International standards organization. ISO 9000 - Environmental management [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.iso.org/iso/home/standards/management-standards/iso14000.htm>

170. ISO 14000 - международные стандарты в области систем экологического менеджмента

171. ISO 10816: 1998(E). Mechanical vibration. Evaluation of machine vibration by measurements on non-rotating parts.

172. Jan P. Sustainable Value: an application to the Swiss dairy farms of the mountainous area / P. Jan, M. Lips, F. Roesch, B. Lehmann, M. Dumondel // 12th Congress of the European Association of Agricultural Economists. – 2008. – P. 1-11.

173. Jensen M.C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure / M.C. Jensen // Journal of Financial Economics. – 1976. – №10. – P.305-360.

174. Kenneth J. Arrow Intergenerational Equity and the Rate of Discount in Long-term Social Investment [Электронный ресурс]. – IEA World Congress. – December, 1995. Режим доступа : <http://www.econ.stanford.edu/faculty/workp/swp97005.pdf>

175. Kim N. Determining the Going Market Value of a Business in an Emerging Technology Industry: The Case of the Cellular Communications Industry [Электронный ресурс] / N. Kim, V. Mahajan, R. Srivastava. 1992. - Режим доступа: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S004016259500012Y>

176. Knight J. Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / J. Knight. - McGraw\_Hill: New York. 1998. - 120 p.

177. Koller T. What is value-based management? / T. Koller. McKinsey Quarterly. – 1994. – P. 87-101.

178. Kolk A. Trends in sustainability reporting by the fortune global 250 / A. Kolk // Business Strategy and the Environment. - 2003. Vol. 12(5). - P. 279 - 291.

179. Lapointe-Antunes P. On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value relevance of earnings: The case of Switzerland / P. Lapointe-Antunes, D. Cormier, M. Magnan, S. Gay-Angers // *European Accounting Review*. - 2006. Vol 15(4). - P. 465-505.

180. Lev B. The capitalisation, amortization, and value relevance of R&D / B. Lev, T. Sougiannis // *Journal of Accounting and Economics*. 1996. Vol.21(1). - P.107-138.

181. Mc. Donough The next industrial revolution / Mc. Donough and M. Braungart // *Atlantic Mon.*, October 1998.

182. Mendlowitz E. Uncover Strategic Value [Электронный ресурс] / E. Mendlowitz. – Режим доступа: <http://www.journalofaccountancy.com/Issues/2009/Nov/20092092.htm>

183. Messner M. The limits of accountability / M. Messner// *Accounting, Organizations and Society*. 2009. Vol 34(8). - P. 918-938.

184. Morin R. Driving Shareholder Value: Value\_Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / Morin R., Jarell S. - McGraw\_Hill: 2001. New York.-567 p.

185. Mueller J. How to close the value gap between market and tax values? - [Электронный ресурс] / J. Mueller - 2006. – Режим доступа: <http://ecomod.net/sites/default/files/document-conference/ecomod2006/1642.pdf>

186. Myers S., Majd S. Abandonment Value and Project Life, *Advances in Futures and Options Research*. – 1990. – Vol. 78. – P. 1 – 21.

187. Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation / J. Ohlson // *Contemporary Accounting Research*. - 1995. Vol. 11(2). P. 661-687.

188. Rappaport F. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. - Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998. - 205 p.

189. Schmidheiny S., Zorraquin F. 1996. Financing change: The financial community, eco-efficiency, and sustainable development. The MIT Press: Cambridge, Mass; 211 pages

190. Sethi S.P. Dimensions of corporate social performance: An analytic framework / S. P. Sethi. *California Management Review* 17, 1975. - P. 58-64.

191. Sinkin C. Layoff announcements and stockholder wealth / C. Sinkin, CJ. Wright, RD. Burnett // *Journal of Accounting and Public Policy*. - 2008. Vol. 27(2). - P. 167 -176.
192. Shyshova I. Cost of capital and its forecasting in Value-Based Management / I. Shyshova, N. Kostel // *European Researcher (Росія)*. – 2013. – Vol.(64), № 12-1. – С. 2774 – 2780.
193. Shyshova I. Priority ways for improvement of environmental regulation instruments within a production process / I. Shyshova // *Papers presented at the 16th International Scientific Conference in Sumy “Economics for ecology”*, Sumy, May, 5–8. – Sumy : SSU, 2010. - P.146-148.
194. Social Investment Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.socialinvest.org](http://www.socialinvest.org).
195. Social Investment Organization [Електронний ресурс]. –Режим доступу: [www.socialinvestment.ca](http://www.socialinvestment.ca).
196. Socially-responsible investing [Електронний ресурс]. –Режим доступу: [http://en.wikipedia.org/wiki/Ethical\\_investment](http://en.wikipedia.org/wiki/Ethical_investment).
197. Starks LT. EFA keynote speech: Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What should investors care about? Performance and information disclosure: Empirical study / LT. Starks. *The Financial Review*. - 2009. Vol. 44(4). P. 461 -468.
198. Statman M. The wages of social responsibility [Електронний ресурс] / M. Statman, D. Glushkov. - 2008. – Режим доступу: <http://www.socialinvest.org/resources/research/documents/2008WinningPrizeMoskowitz.pdf>
199. Stern, D.I. The capital theory approach to sustainability: A critical appraisal / D.I. Stern // *Journal of Economic Issues*. - 1997. Vol. 31(1). - P.145-173.
200. Stewart G. B. The quest for value / G. B. Stewart. *The EVA management guide*. New York: 1991. - 431 p.
201. Strategic Value Investments [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investtoexit.com/articles/strategic-value.html>.

202. Sustainable Reporting and Analytics: Measuring Impact and Driving Performance, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.sap.com/bin/sapcom/en\\_us/downloadasset.2009-11-nov-09-15.sustainability-reporting-and-analytics-measuring-impact-and-driving-performance-pdf.html](http://www.sap.com/bin/sapcom/en_us/downloadasset.2009-11-nov-09-15.sustainability-reporting-and-analytics-measuring-impact-and-driving-performance-pdf.html)

203. Svendsen A.C. Measuring The Business Value Of Stakeholder Relationships / A. C. Svendsen, R. G. Boutilier, R. M. Abbott, D. Wheeler // Journal of Accounting and Public Policy. - 2000. Vol 21. - P.34-56.

204. The business of sustainability: McKinsey Global Survey results, McKinsey Quarterly, 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.mckinseyquarterly.com/The\\_business\\_of\\_sustainability\\_McKinsey\\_Global\\_Survey\\_results\\_2867](http://www.mckinseyquarterly.com/The_business_of_sustainability_McKinsey_Global_Survey_results_2867) (accessed 17 May 2012).

205. Victorious-Forex: Міжнародний формат представлення бібліографічних даних [Електронний ресурс]: Проект. - Режим доступу: <http://victorious-forex.com/index.php/trejderu/stati/17-indeksy-i-cfd/850-NERAX-Eco-fondovyj-indeks-s-ekologicheskim-uklonom>. - Назва з екрана.

206. Waddock S. The corporate social performance-financial performance link / S. Waddock, S. Graves // Strategic Management Journal. - 1997. Vol.19. - P. 303-317.

207. Wahba H. Does the market value corporate environmental responsibility? An empirical examination / H. Wahba // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. - 2008. Vol.15(2). -P. 89-99.

208. Wernick I.K. National Material Metrics for Industrial Ecology [Електронний ресурс] / I.K.Wernick, J.H. Ausubel. The Rockefeller University. – Режим доступу: <http://phe.rockefeller.edu/NatMatMetIndusEcol>.

209. Wheeler D. Including the stakeholders: The business case / D. Wheeler, M. Sillanpää // Long Range Planning. - 1998. Vol 31(2). - P. 201-210.



ДОДАТКИ  
ДОДАТОК А

Таблиця А.1

Підходи до визначення сутності поняття "механізм" та "механізм управління"

[77; 78; 90; 100; 117]

№	Поняття	Автори визначення	Сутність поняття
1	Механізм	Нижник Н.Р., Машков О.А.	Послідовність станів процесів, які визначають собою які-небудь дії, явища; система, пристрій, який визначає порядок якого-небудь виду діяльності
2	Механізм	Словник іншомовних слів	сукупність проміжних станів або процесів будь-яких явищ
3	Механізм управління	Хміль Ф.І.	Категорія управління, що включає цілі управління, елементи об'єкта та її зв'язки, на які здійснюється вплив, дії в інтересах досягнення цілей, методи впливу, матеріальні та фінансові ресурси управління соціальним та організаційним потенціалами
4	Механізм управління	Румянцев З.П.	являє собою сукупність таких елементів, як організаційні форми і структури управління, методи і важелі впливу, що забезпечують ефективну реалізацію характерних для виробництва цілей і найбільш повно на даному етапі задовольняють суспільні, колективні і індивідуальні інтереси і потреби
5	Механізм управління	Пономаренко В.С	сукупність форм, структур, методів і засобів управління, об'єднаних спільністю мети, за допомогою яких здійснюється узгодження суспільних, групових і особистих інтересів, забезпечуються функціонування і розвиток підприємства як соціально-економічної системи.
6	Організаційно-економічний механізм	Лисенко Ю., Єгоров П.	система формування цілей і стимулів, які дозволяють перетворити у процесі трудової діяльності рух матеріальних і духовних потреб членів суспільства на рух засобів виробництва і його кінцевих результатів, спрямованих на задоволення платоспроможного попиту споживачів.
7	Механізм управління (авторський підхід)		<i>складна функціональна система, що включає суб'єкти, об'єкти управління, їх взаємодію шляхом використання методів та важелів впливу, що в цілому сприяє забезпеченню ефективної реалізації цілей підприємства і задоволенню суспільних, колективних і індивідуальних інтересів і потреб</i>

## ДОДАТОК Б

Таблиця Б.1

Порівняльна характеристика моделей формування оптимальної структури капіталу на основі теоретичних концепцій (складено на основі [27; 41; 59; 89; 95; 102; 106; 108; 113])

Теорія	Критерій оптимальності	Переваги і особливості використання	Недоліки та обмеження
<b>Статичні теорії структури капіталу</b>			
Традиційна теорія	Мінімізація середньозваженої вартості капіталу	<ul style="list-style-type: none"> <li>- окремо враховує вартість боргу і акціонерного капіталу;</li> <li>- враховує усі існуючі види ризиків, інформація про які доступна учасникам фінансового ринку;</li> <li>- узгоджує інтереси власників і кредиторів, їх ризики і необхідні дохідності (через процентні ставки власного і боргового капіталу)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- не враховує трансакційних витрат і інформаційної асиметрії;</li> <li>- використовується для прикладних розрахунків, без можливості аналізу причин і факторів впливу;</li> <li>- може застосовуватись в умовах розвиненого, ліквідного, диверсифікованого фондового ринку та довгострокових історичних даних;</li> <li>- має невідповідності емпіричним даним</li> </ul>
Компроміс на статична теорія	Максимізація різниці податкового щита та витрат фінансової нестійкості	<ul style="list-style-type: none"> <li>- враховує податкові вигоди боргового фінансування і витрати фінансової нестійкості</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- не пояснює дій менеджерів у періоди зміни ринкової капіталізації;</li> <li>- складність визначення явних і особливо неявних витрат банкрутства;</li> <li>- неоднозначність визначення фінансової складової витрат банкрутства, факту (моменту) і часового горизонту банкрутства;</li> <li>- проблеми з інформаційним забезпеченням оцінки вірогідності банкрутства;</li> <li>- перебільшує вмотивованість компанії оптимізувати структуру капіталу для одержання податкової знижки;</li> <li>- не враховує трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації</li> </ul>

## Продовження таблиці Б.1

Теорія Модільяні-Міллера (розширена модель)	Максимізація величини податкового щита	<ul style="list-style-type: none"> <li>- визначає оптимальність структури капіталу на основі максимізації майбутніх грошових потоків;</li> <li>- враховує податкові пільги боргового фінансування</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- використовується на досконалому ринку;</li> <li>- виходить з умови симетричності інформації між інвесторами і менеджерами;</li> <li>- не враховує агентських конфліктів;</li> <li>- не враховує прями та непрямі витрати банкрутства</li> </ul>
<b>Динамічні теорії структури капіталу</b>			
Теорія ієрархії (порядку фінансування)	Мінімізація вартості і ризиків фінансування	<ul style="list-style-type: none"> <li>- враховує значимість фінансового резерву;</li> <li>- описує вибір найдешевших джерел фінансування за умови збереження фінансової стабільності</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- є ефективною для великих компаній, для яких доступне облігаційне фінансування;</li> <li>- визначає агентські ризики, динаміку структури капіталу на короткострокову перспективу на підставі прогнозу прибутковості;</li> <li>- використовує не кількісний, а якісний аналіз альтернатив;</li> <li>- має невідповідності емпіричним даним</li> </ul>
Теорія асиметрії інформації / сигнальна теорія	Максимізація «позитивних» сигналів ринку та мінімізація інформаційних витрат	<ul style="list-style-type: none"> <li>- враховує реальну обмеженість фінансової інформації, її асиметричність;</li> <li>- враховує обмежену раціональність економічних агентів;</li> <li>- не ідеалізує ефективність ринкового середовища;</li> <li>пояснює наявні емпіричні дані</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- має описовий (не нормативний) характер, неможливість застосування у кількісних моделях оптимізації капіталу</li> </ul>
Теорія агентських витрат	Мінімізація приведеної вартості агентських витрат	<ul style="list-style-type: none"> <li>- враховує вартість агентських витрат через конфлікт інтересів власників, менеджерів і кредиторів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- обмежується випадком наявності значних агентських витрат;</li> <li>- необхідність визначення частки усіх агентських витрат, що стосуються лише формування капіталу;</li> <li>складність визначення непрямих агентських витрат;</li> </ul>

## Продовження таблиці Б.1

Теорія корпоративного контролю	Максимізація ринкової оцінки залученого капіталу	- описує збільшення фінансового важеля при загрозі ворожого поглинання компанії	- обмежується специфічними умовами ворожого поглинання і короткостроковим періодом
Теорія пристосування до ринку	Використання можливостей поточної ринкової ситуації	- пояснює дії фінансових менеджерів в умовах відсутності прогнозних даних, необхідних для оптимізації структури капіталу	- розглядає ефективний ринок з розвинутою інфраструктурою, стабільну ринкову ситуацію; - розглядає ефективний менеджмент, спроможний використати наявні ринкові можливості
Динамічна компроміс на теорія	Максимізація швидкості пристосування структури капіталу до оптимальної	- не суперечить статичній компромісній теорії; - досліджує динаміку фактичної структури капіталу, її зміну та швидкість пристосування до цільової (оптимальної); - досліджує динаміку структури капіталу у довгостроковій перспективі; - враховує транзакційні витрати зміни фінансового важеля	- досягнення оптимальної структури капіталу може не бути серед пріоритетних цілей компанії; - використання теорії стає більш доцільним в умовах зростання процентних ставок; - важко врахувати всі детермінанти, які впливають на швидкість пристосування та ширину діапазону зміни структури капіталу