

А.Г. Семенов
академік АЕН України

О.О. Плаксюк
О.В. Ярошевська
м. Запоріжжя

ЕФЕКТИВНЕ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА

Одним з основних завдань фінансового менеджменту є підвищення вартості, адже вартість підприємства є одним з показників ефективності управління бізнесом і визначає її привабливість для інвесторів.

Аналіз зарубіжної практики показує, що нічого так не впливає на створення ринкової цінності компанії в довгостроковій перспективі, як процес управління капіталом. Незважаючи на це, у вітчизняній практиці корпоративного управління даному питанню не приділяється належна

увага. На більшості підприємствах капітал розподіляється (в рамках процесу бюджетування) згідно потреб у фінансуванні конкретних проектів, а не згідно стратегії довгострокового розвитку компанії. Як результат, інвестиційна стратегія часто не узгоджується з бізнесовою стратегією, і, таким чином, не може забезпечити довгострокового зростання ринкової цінності підприємства. Таким чином, політика фінансування діяльності компанії повинна узгоджуватися із стратегічними напрямками її розвитку.

Вартість підприємства визначається багатьма чинниками. Серед них виділяють ефективність операційної, інвестиційної і фінансової діяльності. Ефективність фінансової діяльності визначається результатами фінансового менеджменту щодо залучення різних джерел фінансування компанії, розміщення вільних грошових потоків на фондовому ринку, управління оборотним капіталом і тому подібне. Так, з метою здійснення нових інвестиційних проектів, розширення бізнесу компанія може залучити додаткові внутрішні або зовнішні джерела фінансування. До внутрішніх джерел, зазвичай, відносять власні джерела підприємства (статутний капітал, виручка від реалізації, амортизаційні відрахування, чистий прибуток, резерви і тому подібне), до зовнішніх — залучені засоби на національному або міжнародних ринках (позики банків, залучені засоби від випуску облігацій, акцій або інших цінних паперів і тому подібне). Відомо, що існують різні моделі корпоративного управління, які надають перевагу тим або іншим джерелам фінансування.

Залучення капіталу вимагає використання конкретних фінансових інструментів, планування грошових надходжень і витрат, ефективного ризикового менеджменту. Одним з найважливіших показників якості управління капіталом є ступінь оптиміальності його структури, яка є чинником мінімізації вартості капіталу, необхідного для фінансування довгострокового капіталу (що є важливим стратегічним параметром компанії) характеризує комбінацію (співвідношення) джерел позикового і власного фінансування, необхідних для реалізації ринкової стратегії компанії. Дуже низька частка залученого капіталу фактично означає, що компанія не використовує додаткове джерело фінансування (що збільшує вартість капіталу і необхідну норму прибутковості майбутніх інвестицій). З іншого боку, значна частинка залучених засобів в структурі капіталу підвищує достовірність настання стану неплатоспроможності і, відповідно, збільшує ризики для інвестора, який також підвищує необхідну норму прибутковості.

Таким чином, питання пошуку додаткових джерел фінансування ВАТ «Мотор Січ» стає все більш актуальними. Крім того, не менш важливою залишається проблема вибору співвідношення позикового і акціонерного капіталу підприємства, або визначення оптимальної структури капіталу. Адже, співвідношення цих двох джерел додаткового фінансування безпосередньо впливає на фінансову стійкість компаній, що, у свою чергу, прямим чином впливає на її вартість.

Визначення оптимальної структури капіталу вимагає застосування як кількісних, так і якісних оцінок структури фінансових джерел. Оцінка показників ефективності управління капіталом повинна супроводжуватися експертним аналізом різноманітних чинників політики фінансування. В цілому, методи кількісної оцінки структури капіталу розподіляються на три групи: аналіз бухгалтерських показників (надає лише приблизну оцінку); оцінка показників на основі фінансового аналізу компанії (передбачає використання показників ризику компанії); моделювання і побудова сценаріїв на основі фінансового аналізу компанії

Одним з представників групи методів кількісної оцінки структури капіталу і створення макету його оп-

тимальної структури відносять метод витрат на капітал. Згідно даного методу оптимальною визначається така структура капіталу, при якій досягається максимальна вартість корпорації на фінансовому ринку при мінімальній ціні капіталу. Основна ідея методу полягає в мінімізації витрат на капітал (WACC Weighted Average Cost of Capital) або бар'єрної ставки прибутковості капіталу. Сукупні витрати на капітал розраховуються як середньозважена величина.

Основна задача фінансових менеджерів тут полягає в тому, щоб сформувати таку структуру джерел, яка забезпечувала б мінімальний процент за залученим капіталом.

Незважаючи на те, що розрахункова середньозважена вартість капіталу змінюється у досить вузькому діапазоні, вона все ж залишається одним із ключових факторів цінності бізнесу, виконуючи роль бар'єрної ставки доходності капіталу. Досягнення мінімального рівня такої бар'єрної ставки збільшує можливості підприємства у плані здійснення ефективних інвестицій та робить його інвестиційну політику більш гнучкою.

Зміну рівня доходності також можна розглядати як важливий показник ефективності управління структурою капіталу. В рамках даного підходу доходність капіталу визначається як відношення чистого доходу до обсягу акціонерного капіталу. Проте, ми вважаємо, що при аналізі доходності капіталу слід використовувати більш широкий підхід, адже для комплексної оцінки майбутньої рентабельності капіталу необхідно використовувати групу показників [1]. Одним із прикладів такого підходу є побудова моделі визначення ефективності управління структурою капіталу підприємства (рис.1). Ця модель може використовуватися при розробці пріоритетних стратегічних завдань, прогнозуванні та контролі.

Дослідження групи показників є необхідним, оскільки аналіз доходності капіталу має передбачати оцінку впливу окремих його елементів. Водночас, основою даного аналізу має бути не оборотність елементів, а оцінка структури та її взаємозв'язок з оборотністю та рентабельністю. Зробимо аналіз ефективності управління капіталом ВАТ «Мотор Січ» у 2007–2009 роках. Для цього розрахуємо коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу (ROIC), що є відношенням чистого операційного прибутку компанії до середньорічного обсягу інвестованого капіталу.

У свою чергу, чистий операційний прибуток після сплати податків (NOPLAT) розраховуємо наступним чином (рис.2):

$$NOPLAT_{2007} = 280965 - 73839 = 207126 \text{ тис. грн};$$

$$NOPLAT_{2008} = 13985 - 10142 = 3843 \text{ тис. грн};$$

$$NOPLAT_{2009} = 995613 - 254384 = 741229 \text{ тис. грн}.$$

Інвестований капітал розрахуємо як суму обсягів власного капіталу та довгострокових зобов'язань:

$$IC_{2007} = 1789919 + 102912 = 1892831 \text{ тис. грн};$$

$$IC_{2008} = 1801802 + 125766 = 1930260 \text{ тис. грн};$$

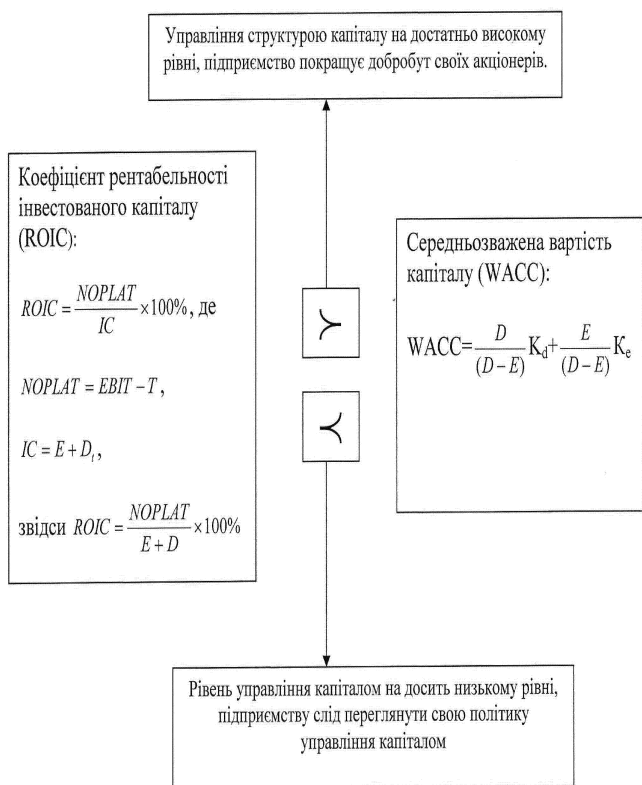


Рис. 1. Модель визначення ефективності управління структурою капіталу підприємства

Умовні позначення:

NOPLAT — чистий операційний прибуток після сплати податків;

EBIT — прибуток до сплати відсотків і податків;

T — податок на прибуток;

IC — інвестований капітал;

E — обсяг власного капіталу;

D_i — обсяг довгострокових зобов'язань.

$$IC_{2009} = 2546257 + 235405 = 2781662 \text{ тис. грн.}$$

Тепер можемо розрахувати коефіцієнт рентабельності інвестованого капіталу:

$$ROIC_{2007} = \frac{207126}{1892831} \times 100\% = 10,94\% ;$$

$$ROIC_{2008} = \frac{3843}{1916141} \times 100\% = 0,20\% ;$$

$$ROIC_{2009} = \frac{741229}{2781662} \times 100\% = 4,67\% .$$

Динаміка середньозваженої вартості капіталу ВАТ «Мотор Січ» представлено на рис. 3.

$$ROIC_{2007} = 10,94\% > WACC_{2007} = 4,69\% ;$$

$$ROIC_{2008} = 0,20\% < WACC_{2008} = 3,05\% ;$$

$$ROIC_{2009} = 26,65\% > WACC_{2009} = 4,67\% .$$

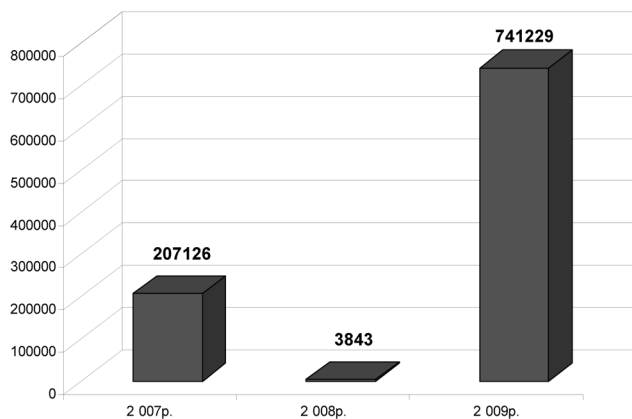


Рис. 2. Динаміка чистого прибутку ВАТ «Мотор Січ»

Рентабельність інвестованого капіталу ВАТ «Мотор Січ» є вищою за середньозважену вартість капіталу. І лише у 2008 р. показник WACC перевищує ROIC на 2,85 %.

З проведених розрахунків бачимо, що ВАТ «Мотор Січ» протягом 2008 року не покращувало добробут своїх акціонерів, оскільки це є можливим лише за умови, якщо рентабельність інвестованого капіталу перевищує середньозважену вартість капіталу. Отже у 2007 та 2009 роках рівень управління структурою капіталу ВАТ «Мотор Січ» був на достатньо високому рівні, але середньозважена вартість капіталу ВАТ «Мотор Січ» в 2007 році більша ніж у 2009 році, звідси можна зробити висновок, що в 2009 році ВАТ «Мотор Січ» мав оптимальнішу структуру капіталу.

Рентабельність інвестованого капіталу (відносно середньозваженої вартості капіталу) і темпи росту є ключовими факторами ринкової цінності, а тому для її підвищення компанія має вирішити наступні завдання: підвищити доходи, отримані від користування борговим капіталом; забезпечити перевищення рентабельності нових інвестицій над середньозваженою вартістю капіталу; збільшувати темпи росту, але лише до тих пір, поки рентабельність нових інвестицій перевищуватиме середньозважену вартість капіталу; знизити вартість капіталу.

Ефективність функціонування будь-якого підприємства залежить від правильної стратегії управління капіталом підприємства, її важливою складовою є оптимізація структури капіталу.

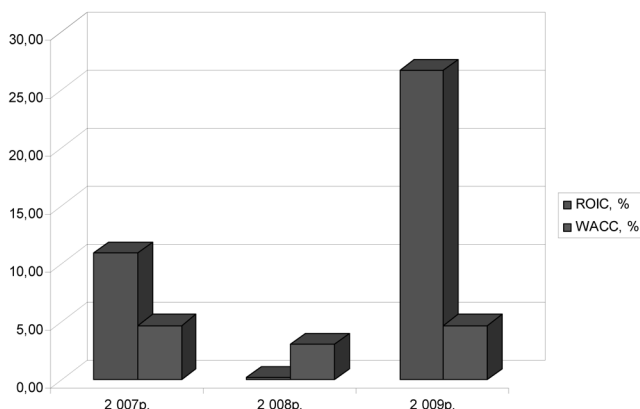


Рис. 3. Динаміка середньозваженої вартості капіталу та коефіцієнта рентабельності інвестованого капіталу

В Україні більшість підприємств нехтують науковими підходами до цього питання, що є помилкою, оскільки від співвідношення між власним і позиковим капіталом залежить результат діяльності підприємства і його стан в майбутньому. Тому завданням кожного керівника повинне бути формування найбільш прийнятної структури капіталу підприємства для його подальшої ефективної діяльності. У зв'язку з цим в сучасних умовах зростає роль стратегічного аналізу капіталу підприємства, метою якого є ефективне і стабільне функціонування підприємства. Отже, керівництву ВАТ «Мотор Січ» потрібно чітко визначити, за рахунок яких фінансових ресурсів буде сформований капітал підприємства. Від цього залежатиме стан і результати діяльності підприємства в майбутньому.

У нашій державі відчувається значний дефіцит ґрунтових досліджень і практично орієнтованих наукових розробок щодо формування оптимальної структури капіталу за цільовим її напрямом по критеріальній відповідності потребам конкретного підприємства. Розробка і впровадження ефективних методів доведення структури капіталу підприємств до її оптимального рівня і впровадження в повсякденну практику дали б можливість підвищити їх прибутковість і фінансову стійкість [1].

Економічна самостійність підприємств в сучасних умовах господарювання виражається в розмірі і структурі їх капіталу. Тому виникає питання: за рахунок якого майна, за рахунок яких джерел (власних або запозичених) його придбати і в якому їх співвідношенні формувати сукупний капітал окремого підприємства? Вирішення цього питання потребує тільки індивідуального підходу. Не може бути визначено єдиного оптимального підходу щодо співвідношення структурних елементів капіталу для різних підприємств або для одного підприємства на весь термін його функціонування. Проте процес оптимізації структури капіталу підприємства повинен здійснюватися на основі формування цільової структури капіталу. Остання являє собою таке співвідношення власних і запозичених фінансових коштів підприємства, яке дозволяє повною мірою забезпечити досягнення вибраного критерію її оптимізації (рис.4).

Перша група авторів як критерій оптимізації співвідношення власного і запозиченого капіталів виділяє вартість підприємства (фірми) в цілому. До цієї групи можна віднести Шима, Ковальова, Терещенко і інших. Так, за твердженням цих авторів, метою оптимізації структури капіталу підприємства є формування оптимального співвідношення різних джерел фінансування діяльності підприємства, при якому максимізується вартість самого підприємства.

Окремі автори дають визначення оптимальної структури капіталу як певного співвідношення власного і запозиченого капіталу, яке приводить до максимізації вартості акцій підприємства. Тобто критерієм визначення оптимуму структури капіталу ці автори визначають максимальну ціну акцій підприємств.

У розвитку критерію визначення оптимальної структури капіталу підприємства третя група авторів акцентує увагу на виділенні ще одного критеріального аспекту, який і максимізує вартість підприємства. Це співвідношення рентабельності власного капіталу і фінансової стійкості підприємства. Саме цей критерій

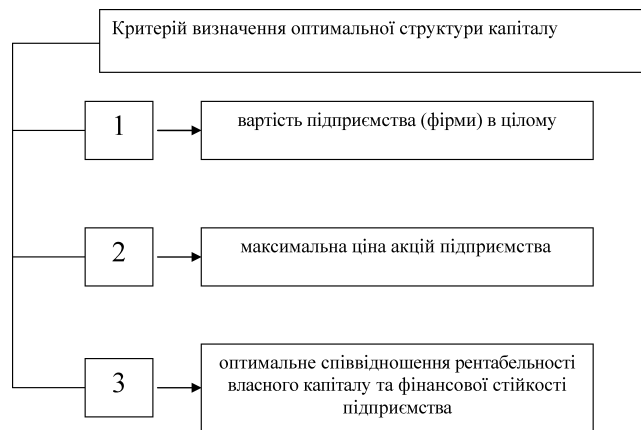


Рис. 4. Критерії визначення оптимальної структури капіталу

виділений такими авторами, як І. Бланк, О. Павловська, Н. Прутулак, Л. Коваленко.

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

оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Цей метод ґрунтується на багатоваріантних розрахунках рівня фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу) при різній структурі капіталу. Остання виражається через такий показник, як ефект фінансового важеля;

оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її вартості. Метод ґрунтується на попередній оцінці власного і запозиченого капіталів за різних умов їх формування, обслуговування і здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу і, таким чином, пошуку найбільш реальної ринкової вартості підприємства;

оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Він пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (з розбиттям їх на постійну і змінну частини).

Як бачимо, в основі кожного з вищезазначених методів знаходиться один конкретний критерій. Ми виділили основними критеріальними показниками оптимізації цільової структури капіталу, які максимізуються, рентабельність власного капіталу і рівень фінансової стійкості. Тому зрозумілим буде висновок щодо необхідності виділення оптимізаційного методу з використанням цих критеріїв.

На нашу думку, найбільш раціональним щодо досягнення оптимального співвідношення структурних елементів капіталу ВАТ «Мотор Січ» може бути метод, який ґрунтується на одночасній максимізації зростання рентабельності власного капіталу і рівня фінансової стійкості.

Метод оптимізації цільової структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності дає можливість знайти лише оптимальну величину ефекту фінансового важеля. Якщо використовувати тільки його, то другий аспект достатності власних засобів для нормального функціонування

підприємства — його платоспроможність може бути неприпустимо заниженою. Тобто оптимально великий рівень ефекту фінансового важеля визначає зростання рентабельності власного капіталу і в той же час, як правило, приводить до погіршення фінансового стану підприємства. А саме — до порушення умов платоспроможності і, як наслідок, до нестачі власних грошових коштів у підприємства.

Щоб фінансовий важіль одночасно позитивно впливав і на рентабельність власного капіталу, і на фінансову стійкість, необхідним є і значення ефективного співвідношення між миттєво ліквідним і майновим забезпеченням зобов'язань підприємства. Тобто потрібний розрахунок рівня фінансового важеля не тільки в структурі серед фінансування майна підприємства (тобто у фінансовій структурі капіталу), але і в структурі активів (майновій структурі підприємства).

Оскільки фінансова стійкість пов'язана з можливістю фінансового забезпечення погашення боргів підприємства, то при визначенні шляхів оптимізації фінансової цільової структури капіталу доцільний ряд з дослідженням особливостей фінансової структури капіталу, який являє собою співвідношення власного і запозиченого капіталу, оцінити і його майнову структуру. Саме раціональна структура майна підприємства є позитивним чинником зростання рівня фінансової стійкості ВАТ «Мотор Січ».

Хоча майнове ранжування капіталу підприємства може бути здійснена в різноваріантних аспектах, все ж таки, оцінюючи фінансову стійкість, на наш погляд, майнову структуру капіталу варто розглядати в розрізі співвідношення активів підприємства в грошовій і негрошовій формах.

Грошовими активами підприємства є самі грошові кошти (як у національній, так і іноземній валюті), а також короткострокові (поточні) фінансові вкладення (інвестиції).

Всі інші активи підприємства є майном, яке представлено в негрошовій формі (необоротні активи, виробничі запаси, незавершене виробництво, готова продукція, товари, дебіторська заборгованість, інші оборотні активи, витрати майбутніх періодів) (рис.5).

Відокремлюючи грошові активи підприємства від активів не грошової форми, ми отримуємо підґрунтя для розрахунку грошової забезпеченості покриття зобов'язань щодо запозиченого капіталу підприємства.

Таким чином, розглядаючи можливості регулювання фінансової стійкості підприємства саме з урахуван-

ням дієвості структури його капіталу, ми виділяємо декілька напрямів співвідношення його різнокласифікаційних структурних елементів:

— у фінансовому аспекті (фінансовий важіль фінансової структури капіталу) — співвідношення власного і запозиченого капіталу;

— у майновому аспекті (фінансовий важіль майнової структури капіталу) — співвідношення майна в грошовій і негрошовій його формах.

Виходячи з мотивації формування оптимальної фінансової структури капіталу за критерієм забезпечення фінансової стійкості підприємства, доцільним є не тільки розрахунок значень фінансових важелів за фінансовим і майновим аспектами структури капіталу, але і порівняння набутих значень. Адже фінансова стійкість підприємства забезпечується переважним рівнем фінансового важеля в майновій структурі капіталу порівняно з рівнем фінансового важеля його фінансової структури.

Щоб зробити висновки щодо правильності формування як майнової, так і фінансової структури капіталу, необхідним є визначення значень групи показників платоспроможності підприємства. На наш погляд, при оцінці оптимальної цільової структури капіталу підприємства за визначенням рівня грошового забезпечення його зобов'язань домінуючим в групі показників ліквідності є такий показник, як коефіцієнт абсолютної ліквідності підприємства.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності характеризує готовність підприємства негайно ліквідувати короткострокову заборгованість. Розрахунок коефіцієнта абсолютної ліквідності (Кл. а) може бути здійснене за такою формулою:

$$K_{л.а.} = \frac{ГК + КФВ}{ПЗ} = \frac{Мгр.ф}{ПЗ}, \quad (1)$$

де $ГК$ — грошові кошти в національній та іноземній валюті;

$КФВ$ — короткострокові фінансові вкладення (інвестиції);

$ПЗ$ — поточні зобов'язання;

$Мгр. ф.$ — активи (майно) в грошовій формі.

Саме на основі розрахунку цього показника стає можливим здійснення оцінки відповідності розміру частки майна підприємства в грошовій формі певним нормативним значенням. Авторська позиція щодо конкретного рівня мінімального і максимального значень коефіцієнта абсолютної ліквідності є така: мінімальне значення 0,2, а максимальне — 0,35. Саме така амплітуда нормативного ранжування мінімального і максимального значень показника абсолютної ліквідності підприємства є найбільш варіативною і динамічною, а тому і найбільш прийнятною.

Отже, наше бачення замовленого нормативного значення коефіцієнта абсолютної ліквідності підприємства є таким:

$$0,2 \leq \text{Кл. а} \leq 0,35. \quad (2)$$

Виходячи з виділених граничних значень коефіцієнта ліквідності, ми можемо виділити і границі величини майна підприємства в грошовій формі, яка є максимально сприятливою для ефективності ведення госпо-

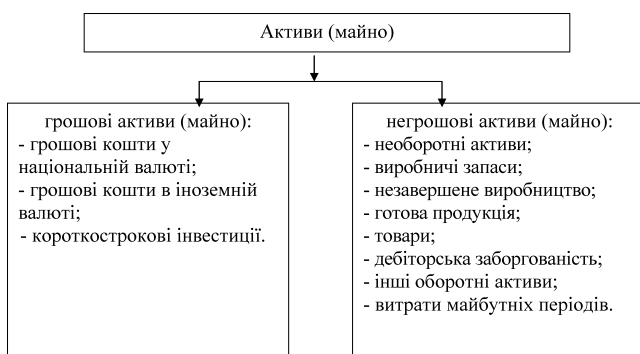


Рис. 5. Класифікація активів підприємства

дарської діяльності. Так, здійснивши ряд математичних перетворень, отримуємо:

$$0,2 \leq \frac{Мгр.ф.}{ПЗ} \leq 0,35,$$

тобто

$$ПЗ \times 0,2 \leq Мгр.ф. \leq ПЗ \times 0,35. \quad (3)$$

Отримана нами критеріальна нерівність дає можливість оцінити оптимум забезпечення підприємства наявними грошовими коштами як в національній, так і в іноземній валютах.

Так, зрозуміло, що фінансова стійкість підприємства забезпечується переважним рівнем фінансового важеля в майновій структурі капіталу порівняно з фінансовим важелем його фінансової структури. На основі цього твердження ми можемо записати

$$\Phi Вф.стр.к. < \Phi Вм.стр.к., \quad (4)$$

де $\Phi Вф. стр. к.$ — фінансовий важіль фінансової структури капіталу підприємства;

$\Phi Вм. стр. к.$ — фінансовий важіль майнової структури капіталу підприємства.

Розрахунок фінансового важеля у фінансовій структурі капіталу підприємства здійснюється за формулою:

$$\Phi Вф.стр.к. = \frac{Зк}{ВКс}, \quad (5)$$

де $Зк$ — запозичений капітал підприємства;

$ВКс$ — сукупний власний капітал підприємства.

Визначення рівня фінансового важеля в майновій структурі капіталу підприємства здійснюється за такою формулою:

$$\Phi Вм.стр.к. = \frac{Мгр.ф.}{Мнегр.ф.}, \quad (6)$$

де $Мгр. ф.$ — майно в грошовій формі;

$Мнегр. ф.$ — майно в негрошовій формі.

Виходячи з вище приведених формул визначення фінансового важеля як у фінансовій, так і в майновій структурі капіталу, формула (4) може бути перетворена у формулу:

$$\frac{Зк}{ВКс} < \frac{Мгр.ф.}{Мнегр.ф.}, \quad (7)$$

Враховавши вищезазначені нами границі величини майна підприємства в грошовій формі, яка є максимально сприятливими щодо забезпечення фінансово стійкого розвитку підприємства, ми дістаємо можливість математично розгорненого рівняння фінансових важелів майнової і фінансової структури капіталу підприємства, яке матиме такий вигляд:

$$\frac{Зк}{ВКс} < \frac{Мгр.ф.}{Мнегр.ф.}, \text{ де } ПЗ \times 0,2 \leq Мгр.ф. \leq ПЗ \times 0,35. \quad (8)$$

На основі викладеного вище матеріалу ми можемо скласти визначений порядок формування оптимальної цільової структури капіталу за критерієм зростання рівня фінансової стійкості підприємства. Проте такий поря-

док не буде повним без розрахунків оптимуму цільової структури капіталу підприємства за критерієм максимізації рентабельності сукупного власного капіталу. Тому ми пропонуємо оптимально сформовану цільову структуру капіталу підприємства за критерієм зростання рівня фінансової стійкості оцінити ще і за критерієм максимізації рентабельності сукупного власного капіталу.

Таким чином, ми пропонуємо виділення таких етапів формування оптимальної цільової структури капіталу підприємства за методом сумішеного ефекту максимізації рівня рентабельності сукупного власного капіталу і рівня фінансової стійкості підприємства (рис 6).

Підхід сумішеного ефекту двох критеріїв дасть можливість сформувати найбільш доцільну щодо оптимуму цільову структуру капіталу підприємства. Тобто за цим підходом:

будуть конкретизовані послідовні кроки формування оптимальної цільової структури капіталу за критерієм збереження або забезпечення фінансової стійкості підприємства;

здійснюватимуться прогностичні розрахунки рентабельності власного капіталу підприємства за різними варіантами залучення кредитних засобів при рекомендаційній сформованій фінансовій структурі капіталу.

Отже, запропонований нами метод поетапних розрахунків щодо формування оптимальної цільової структури капіталу дасть можливість не тільки оперативної і оптимально структурувати капітал ВАТ «Мотор Січ» в його майновому і фінансовому втіленнях, але і спрогнозувати максимальне зростання рентабельності власного капіталу і фінансової стійкості підприємства в майбутньому, розробити загальні можливі напрями підвищення ефективності діяльності ВАТ «Мотор Січ» в цілому.

Виділимо границі величини майна ВАТ «Мотор Січ» в грошовій формі, яка є максимально сприятливою для ефективності ведення господарської діяльності:

Майно ВАТ «Мотор Січ» у грошовій формі:

$Мгр. ф._{2007} = 103266 + 32960 + 50856 = 187082$ тис. грн;

$Мгр. ф._{2008} = 113964 + 11522 + 37425 = 162911$ тис. грн;

$Мгр. ф._{2009} = 104970 + 70603 + 116787 = 292360$ тис. грн.

Максимально сприятливі границі величини майна у грошовій формі (тис. грн):

$$203565 \leq Мгр.ф._{2007} \leq 356239;$$

$$320816 \leq Мгр.ф._{2008} \leq 561427;$$

$$284400 \leq Мгр.ф._{2009} \leq 497699.$$

Як бачимо, умова ефективності ведення господарства виконується лише в 2009 році:

$$2007 \text{ р. — } 203565 \geq 187082 \leq 356239;$$

$$2008 \text{ р. — } 320816 \geq 162911 \leq 561427;$$

$$2009 \text{ р. — } 284400 \leq 292360 \leq 497699.$$

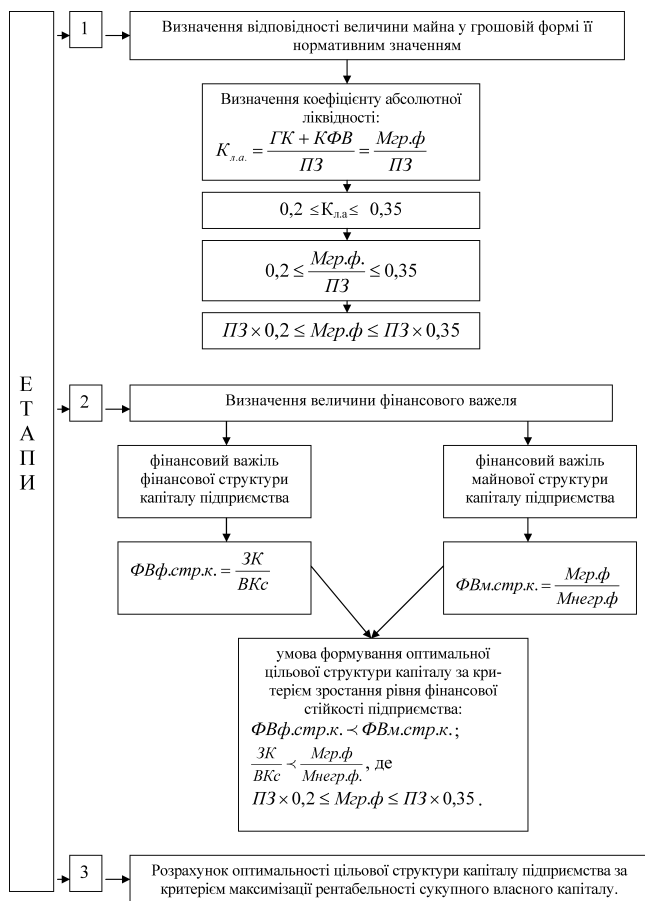


Рис. 6. Модель процесу оптимізації структури капіталу підприємства

Розрахуємо фінансовий важіль у фінансовій структурі капіталу ВАТ «Мотор Січ» за формулою 3.5:

$$2007 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = \frac{1120737}{1794694} = 0,62;$$

$$2008 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = \frac{1729844}{1809305} = 0,96;$$

$$2009 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = \frac{1657403}{2553260} = 0,65.$$

Для визначення рівня фінансового важеля в майнової структурі капіталу ВАТ «Мотор Січ» за формулою 6 спочатку необхідно визначити величину майна ВАТ «Мотор Січ» у негрошовій формі:

$$Мнегр. ф._{2007} = 1158564 + 1755500 + 1367 - 187082 = 2728349 \text{ тис. грн};$$

$$Мнегр. ф._{2008} = 1240606 + 2296395 + 2148 - 162911 = 3376238 \text{ тис. грн};$$

$$Мнегр. ф._{2009} = 1398028 + 2811190 + 1445 - 292360 = 3918303 \text{ тис. грн}.$$

Отже рівень фінансового важеля в майнової структурі капіталу:

$$2007 \text{ р. — } \Phi Вм.стр.к. = \frac{187082}{2728349} = 0,07;$$

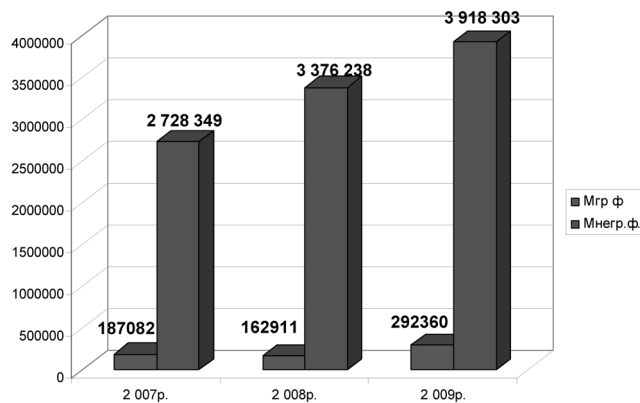


Рис. 7. Структура майна ВАТ «Мотор Січ»

$$2008 \text{ р. — } \Phi Вм.стр.к. = \frac{162911}{3376238} = 0,05;$$

$$2009 \text{ р. — } \Phi Вм.стр.к. = \frac{292360}{3918303} = 0,07.$$

Тепер порівняємо розраховані значення фінансового важеля в майнової структурі капіталу порівняно з фінансовим важелем його фінансової структури (рис.8):

$$2007 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = 0,62 > \Phi Вм.стр.к. = 0,07;$$

$$2008 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = 0,96 > \Phi Вм.стр.к. = 0,05;$$

$$2009 \text{ р. — } \Phi Вф.стр.к. = 0,65 > \Phi Вм.стр.к. = 0,07.$$

Так як фінансова стійкість підприємства забезпечується переважним рівнем фінансового важеля в майнової структурі капіталу порівняно з фінансовим важелем його фінансової структури, можемо зробити висновок оптимально великий рівень ефекту фінансового важеля визначає зростання лише рентабельності власного капіталу, але в той же час приводить до погіршення платоспроможності ВАТ «Мотор Січ» і як наслідок, до нестачі власних грошових коштів у підприємства.

Щоб фінансовий важіль одночасно позитивно впливав і на рентабельність власного капіталу, і на фінансову стійкість, ВАТ «Мотор Січ» необхідним є:

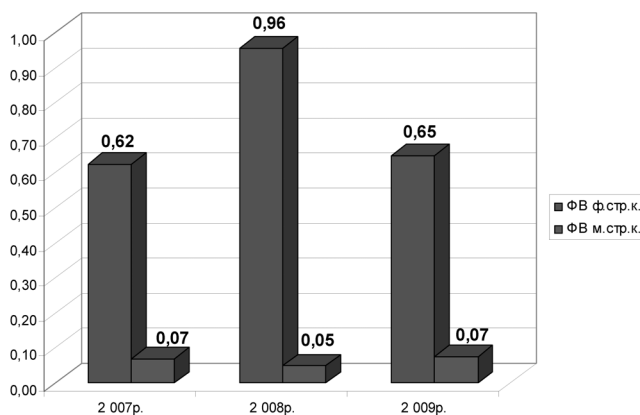


Рис. 8. Порівняння значень фінансового важеля в майнової структурі капіталу і фінансового важеля його фінансової структури

- збільшити суму власного капіталу;
- зменшити величину позикового капіталу;
- збільшити величину майна у грошовій формі;
- зменшити величину майна в негрошовій формі.

Також є доцільним використання моделі Дюпона в синтезі з методом оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності. Дюпонівська система інтегрального аналізу ефективності використання капіталу підприємства, розроблена фірмою «Дюпон» (США), передбачає розкладання показника «коефіцієнт рентабельності власного капіталу» на ряд фінансових коефіцієнтів його формування, взаємопов'язаних в єдиній системі.

Отже, з цієї моделі рентабельність власного капіталу залежить від трьох чинників (рис 9):

- чистої рентабельності продажів;
- ресурсовіддачі;
- структури джерел засобів, які були інвестовані в підприємства (фінансова діяльність підприємств).

В основу модифікованої схеми закладена така детермінована модель:

$$R_{в.к} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} = R_Q^u \times K_T \times K_{ф.з.} = \quad (9)$$

$$= \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Виручка від реалізації}} \times \frac{\text{Виручка від реалізації}}{\text{Всього активів}} \times \frac{\text{Всього джерел коштів}}{\text{Власний капітал}} =$$

$$= \frac{220\Phi 2}{035\Phi 2} \times \frac{035\Phi 2}{280 \text{ або } 640\Phi 1} \times \frac{280 \text{ або } 640\Phi 1}{380\Phi 1} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Власний капітал}} = R_{в.к.}$$

Перший фактор узагальнює звіт про фінансові результати, другий — актив балансу, третій — позитив балансу.

$$2007 \text{ р.} \quad R_{в.к} = 0,12 \times 0,6 \times 1,62;$$

$$2009 \text{ р.} \quad R_{в.к} = 0,20 \times 0,89 \times 1,65.$$

Відповідно до даних ВАТ «Мотор Січ», розрахуємо детерміновану модель за 2007–2009 роки (табл. 1).

Розрахуємо вплив на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу (табл. 2).

- зміни показника чистої рентабельності продажів:

$$R_{в.к.1} = R_Q^u \times K_m \times R_{в.к.} = 0,08 \times 0,60 \times 1,62 = 0,07;$$

- зміни показника ресурсовіддачі:

$$R_{в.к.2} = R_Q^u \times K_m \times R_{в.к.} = 0,20 \times 0,29 \times 1,62 = 0,09;$$

- зміни показника коефіцієнта фінансової залежності:

$$R_{в.к.3} = R_Q^u \times K_m \times R_{в.к.} = 0,20 \times 0,89 \times 0,03 = 0,01.$$

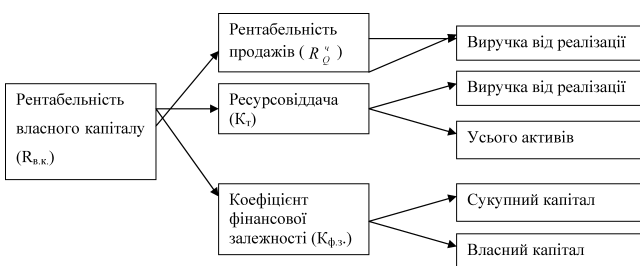


Рис. 9. Модифікована схема фінансового аналізу

Таблиця 1
Зміна коефіцієнта рентабельності власного капіталу і факторних показників у динаміці

Показник	2 007р.	2 009р.	Зміна
Рентабельність продажів (R_Q^u)	0,12	0,20	0,08
Ресурсовіддача (K_T)	0,60	0,89	0,29
Коефіцієнт фінансової залежності ($K_{ф.з.}$)	1,62	1,65	0,03
Рентабельність власного капіталу ($R_{в.к.}$)	0,12	0,29	0,17

Таблиця 2

Динаміка зміни коефіцієнта рентабельності власного капіталу

Показник	Зміна
Рентабельність продажів (R_Q^u)	0,07
Ресурсовіддача (K_T)	0,09
Коефіцієнт фінансової залежності ($K_{ф.з.}$)	0,01
Рентабельність власного капіталу ($R_{в.к.}$)	0,17

Висновки.

1. Модель Дюпона свідчить, що найбільший вплив на рентабельність власного капіталу має показник ресурсовіддачі, що свідчить про збільшення чистої виручки від реалізації продукції на одиницю коштів, інвестованих в активи. Усі інші показники в динаміці також збільшилися, а це, відповідно, позитивно для ВАТ «Мотор Січ».

2. Внутрішнє середовище підприємства є джерелом його життєвої сили, тому стійка діяльність підприємства залежить від внутрішніх можливостей ефективно використовувати всі наявні в його розпорядженні ресурси. В основі удосконалення фінансового механізму — своєчасне й гнучке управління внутрішніми й зовнішніми факторами його діяльності.

3. Удосконалення фінансового стану підприємства можливе шляхом підвищення результативності розміщення та використання ресурсів підприємства. При цьому забезпечується розвиток виробництва чи інших сфер діяльності на основі зростання прибутку й активів, при збереженні платоспроможності та кредитоспроможності.

4. Щоб збільшити обсяги реалізації, треба максимально активізувати збутову діяльність підприємства. Стимулювати збут можна різними методами. Бажаний результат можна отримати наданням знижок покупцям, помірними зменшеннями цін, застосуванням масової реклами. Також одним із важливих шляхів удосконалення фінансового стану є мобілізація внутрішніх резервів. Це:

- проведення реструктуризації активів підприємства;
- сукупність заходів, пов'язаних зі зміною структури та складу активів балансу;
- перетворення в грошову форму наявних матеріальних та фінансових активів підприємства.

Література

- Семенов Г. А. Оптимізація структури капіталу підприємства / Г. А. Семенов, А. В. Пелешко // Держава та регіони: Серія: Економіка та підприємництво. 2010. — № 4. — С. 164–170.
- Семенов Г. А. Аналіз структури капіталу підприємства / Г. А. Семенов, О. О. Єропутова // Економічний вісник Донбасу. 2007. — № 4 (10). — С. 89–98.

