

**ТЕРНОПІЛЬСЬКА АКАДЕМІЯ НАРОДНОГО
ГОСПОДАРСТВА**

На правах рукопису

ЯРОЩУК
Олексій Вікторович

УДК 330.14; 658.14; 658.51

АНАЛІЗ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Спеціальність: 08.06.04 – бухгалтерський облік, аналіз, аудит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Шкарабан Степан Іванович
д.е.н., проф.

ТЕРНОПІЛЬ – 2004

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ	10
1.1. Економічна природа капіталу.....	10
1.2. Склад та структура капіталу підприємства.....	19
1.3. Структурно-логічна схема методики проведення аналізу формування капіталу підприємства	43
Висновки до розділу 1.....	57
РОЗДІЛ 2. МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА	60
2.1. Аналіз структури капіталу підприємства.....	60
2.2. Аналіз вартості капіталу підприємства та її впливу на платоспроможність підприємства.....	100
2.3 Оптимізація структури капіталу підприємства.....	126
Висновки до розділу 2.....	148
РОЗДІЛ 3. ФІНАНСОВЕ ПРОЕКТУВАННЯ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ	152
3.1 Аналіз потреби підприємства в капіталі	152
3.2. Моделювання потреби підприємства в додатковому капіталі	187
Висновки до розділу 3.....	200
ВИСНОВКИ	203
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	207
ДОДАТКИ	223

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Ефективне управління капіталом, як основна складова системи управління, здатне забезпечити одержання і закріплення позитивних результатів господарської діяльності вітчизняних підприємств. Проте результативність їх роботи значною мірою залежить від глибини застосування аналізу для пошуку оптимальних управлінських рішень.

Трансформація економіки держави до сучасних ринкових вимог потребує створення пріоритетних умов для вітчизняних виробників і посилення їх фінансових позицій на вітчизняному та міжнародному ринках, що, у свою чергу, призводить до підвищення добробуту суспільства в цілому.

Зростання потреби підприємств в капіталі, розгортання конкурентної боротьби за обмежені ресурси фінансового ринку, необхідність їх здешевлення для підвищення ефективності діяльності суб'єктів господарювання, зниження рівня ризиків актуалізували розширення сфер застосування аналітичного обґрунтування рішень в управлінні капіталом підприємства.

Під час розбудови соціалістичного господарства значення фінансового аналізу в нашій країні було нівельовано, а останній — підмінений аналізом господарської діяльності як засобу контролю за використанням ресурсів держави. За таких умов було припущено роль аналізу формування капіталу, розподіл якого здійснювався централізовано. Пріоритетного розвитку набула методика аналізу використання капіталу, що служила інструментом обґрунтування доцільності його використання підприємствами.

Вимоги сьогодення викликали потребу застосування аналізу не тільки як інструменту контролю, але й засобу прогнозування.

Значний вклад в удосконалення аналізу капіталу зробили вчені О.Д.Василик, О.М.Загородна, В.М. Івахненко, К.В. Ізмайлова, М.Я. Коробов, Л.А. Лахтіонова, В.О.Мец, Є.В. Мних, В.М. Опарін, П.Я. Попович, І.Д. Фаріон, С.І. Шкарабан та інші. Серед зарубіжних авторів дослідженням вказаних проблем займалися М.І. Баканов, І.Т.Балабанов, Ю.Ф. Брігхем, О.П. Зуділін,

В.В. Ковальов, М.Н. Крейніна, А.Д. Шеремет та інші.

Незважаючи на їх значний науковий вклад у цій сфері, питання організації та методики аналізу формування капіталу підприємств залишається найбільш дискусійним, вимагає подальших досліджень, започаткування пошуку нових підходів і напрямів та вдосконалення існуючих.

При прийнятті перспективних управлінських рішень у сфері формування капіталу підприємства виникла необхідність врахування впливу всіх внутрішніх і зовнішніх чинників, що дозволить забезпечувати сумісність стратегії і тактики з можливостями підприємства, знизити вартість та визначити оптимальне співвідношення ресурсів, керувати рівнем фінансового ризику, впливати на рівень потреби в додатковому капіталі.

Недостатня теоретична розробка та особливе практичне значення зазначених положень в сучасних умовах господарювання зумовили вибір теми дисертаційної роботи, постановку її мети та завдань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана згідно з планом науково-дослідних робіт Тернопільської академії народного господарства та є складовою частиною держбюджетної теми кафедри економічного аналізу Тернопільської академії народного господарства “Організація оперативного економічного аналізу діяльності підприємств в умовах ринкової економіки” (державний реєстраційний номер 0101U002352). Зокрема, автором вдосконалено методику аналізу формування капіталу підприємств в умовах ринкової економіки.

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розробка теоретичних положень і практичних рекомендацій щодо вдосконалення методики аналізу капіталу підприємств у період формування ринкових відносин. Реалізація мети дослідження зумовила об'єктивну необхідність виявлення і розв'язання наступного комплексу завдань:

- здійснити теоретичний аналіз концептуальних підходів щодо визначення сутності та значення капіталу промислового підприємства й уточнити економічний зміст поняття “капітал підприємства” для адекватного

- структурування і вдосконалення методики аналізу структури капіталу;
- вдосконалити інформаційне забезпечення аналізу формування капіталу підприємства, а також визначити шляхи його оптимізації;
 - вдосконалити методику аналізу структури капіталу підприємства з метою об'єктивного вивчення стану та виявлення можливостей її оптимізації;
 - дослідити вплив обсягу позиченого капіталу та витрат на відшкодування його вартості на платоспроможність підприємства для встановлення контролю за ними;
 - вдосконалити методику аналізу оптимальності структури капіталу підприємства з метою пошуку резервів підвищення ефективності його діяльності;
 - розробити методику аналізу потреби підприємства в додатковому капіталі для обґрунтування розміру потреби підприємства в коштах.

Об'єктом дослідження є процеси руху капіталу на промислових підприємствах.

Предметом дослідження є теоретико-методичні підходи до аналізу формування капіталу підприємств спиртової галузі харчової промисловості.

Методи дослідження. При дослідженні теоретичних аспектів аналізу капіталу для визначення загальних напрямів розвитку та виявлення факторів, що впливають на процес формування капіталу підприємств, використовувались: системний аналіз (при розкритті змісту категорії „капітал” й опрацюванні методики аналізу формування капіталу); методи індукції, дедукції, абстракції і формальної логіки (для визначення й уточнення економічної сутності та змісту понятійного апарату); порівняння, групування, метод середніх величин, кореляційно-регресійний аналіз, лінійне програмування (для опрацювання масиву статистичних даних й у моделюванні оптимальної структури капіталу підприємства); деталізація і прийоми елімінування (для виявлення та дослідження впливу зовнішніх і внутрішніх чинників на динаміку капіталу підприємства, зміну його вартості); формалізація і моделювання (для аналізу потреби підприємства в додатковому

капіталі).

Теоретико-методологічною базою дисертаційної роботи стали положення гіпотези ефективних ринків, компромісної концепції структури капіталу, концепції протиріччя інтересів формування структури капіталу, теорії асиметричної інформації, теорії сигналізування, наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених різних шкіл та напрямів, які стосуються основних аспектів, принципів ідей і концепцій з проблеми, що досліджується.

Інформаційною основою дослідження є законодавчі та нормативні акти, наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених з питань економіки, фінансового аналізу, фінансового менеджменту, матеріали наукових конференцій, дані фінансової і статистичної звітності підприємств спиртової галузі.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вдосконаленні методики економічного аналізу формування капіталу підприємства. На основі запропонованої методики розроблено рекомендації, спрямовані на вдосконалення пошуку резервів підприємств, що працюють в умовах становлення ринкових відносин.

У процесі проведеного дослідження одержано такі наукові результати:

- поглиблено теоретико-методичні засади дослідження процесу формування капіталу, зокрема уточнено економічну суть поняття “капітал підприємства”, під яким слід розуміти сукупність економічних благ у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, що залучаються в економічний процес діяльності суб’єкта господарювання і здатні приносити дохід;
- розроблено рекомендації з удосконалення інформаційної бази аналізу формування капіталу через перегрупування статей пасиву балансу за порядком зниження терміновості використання капіталу, що полегшить визначення ліквідності та платоспроможності підприємства;
- обґрунтовано необхідність доповнення аналізу структури капіталу підприємства аналізом оборотного капіталу, зокрема, запропоновано застосування показника “необхідний рівень оборотного капіталу”, який

- відображає необхідний розмір оборотного капіталу для заданого масштабу діяльності та дозволяє оптимізувати розмір оборотних коштів і виявляти їх дефіцит чи надлишок, прогнозувати величину потреби в них;
- доповнено методику аналізу формування капіталу підприємства аналізом вартості капіталу та її впливу на платоспроможність підприємства, запропоновано систему показників оцінки впливу амортизаційних виплат позиченого капіталу на розмір прибутку та платоспроможність і показник „межі платоспроможності”, за допомогою яких можна виявити вплив обсягу позиченого капіталу та його вартості на розмір прибутку та встановити контроль за розміром короткотермінового позиченого капіталу;
 - вдосконалено методику аналізу оптимальності структури капіталу підприємства шляхом встановлення контролю за максимально допустимим обсягом довготермінового й короткотермінового позиченого капіталу та запропоновано застосування коефіцієнта загальної еластичності, що дозволить максимізувати рівень фінансової рентабельності підприємства залежно від майбутнього обсягу реалізації продукції, і показника „межа байдужості”, який дозволяє визначити доцільність використання окремих джерел формування капіталу для фінансування діяльності підприємств;
 - запропоновано методику аналізу потреби підприємства в капіталі й обґрунтовано доцільність розрахунку показників рівнів внутрішнього та стійкого росту, що дозволяють оцінити можливі темпи росту обсягу реалізації за рахунок внутрішніх резервів і при збереженні існуючої структури капіталу. В контексті прикладного застосування розробленої методики визначено алгоритм і побудовано імітаційну модель оцінки потреби підприємства в додатковому капіталі, що дозволить прискорити пошук оптимальних варіантів адекватної структури капіталу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що реалізація пропозицій автора сприятиме вдосконаленню системи контролю за

процесом формування капіталу суб'єктів господарювання. Впровадження результатів дослідження дасть змогу підвищити аналітичність облікової інформації, збільшити рівень розуміння керівниками процесу формування капіталу, вплив його на рентабельність та платоспроможність підприємства, посилити контроль за формуванням і динамікою капіталу підприємства відповідно до вимог законодавства, дасть можливість прогнозувати потреби та обирати оптимальні шляхи формування необхідних ресурсів.

Результати дослідження експериментально апробовані та впроваджені в діяльність Борщівського, Зарубинського, Козлівського та Хоростківського спиртових заводів (довідки про впровадження № 38 від 19.02.2004 р., № 38 від 18.03.2004 р., № 31 від 10.03.2004 р., № 394 від 16.03.2004 р.). Окремі результати знайшли застосування у навчальному процесі Тернопільської академії народного господарства при викладанні дисциплін “Фінансовий аналіз” і “Проектний аналіз” (акт впровадження № 126-02/134 від 05.02.2004 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, викладені в дисертації, отримано автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті ідеї і положення, що є результатом особистої праці здобувача. Конкретний внесок здобувача у ці праці вказаний у переліку основних публікацій за темою дисертації.

Апробація результатів дисертації. Результати дисертаційного дослідження доповідалися, обговорювалися й отримали позитивну оцінку на шести міжнародних і всеукраїнських конференціях, зокрема: міжнародній науково-практичній конференції „Економічний аналіз в Україні на початку XXI століття” (23-24 жовтня 2001 р., м. Тернопіль), першій міжнародній науковій конференції “Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання” (11-14 грудня 2001 р., м. Донецьк), міжнародній науково-практичній конференції “Фінансово-кредитне регулювання ділової активності господарюючих суб'єктів” (26 - 27 вересня 2002 р., м. Львів), всеукраїнській науково-практичній конференції

“Проблеми адаптації обліку, статистики, аналізу та аудиту в Україні до міжнародних стандартів” (29 - 31 жовтня 2002 р., м. Київ), науковій конференції “Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період” (15 - 16 квітня 2003 р., м. Тернопіль), науково-практичній конференції „Економічний та соціальний розвиток України в ХХІ столітті” (26 - 27 лютого 2004 р., м. Тернопіль).

Публікації. Результати дисертаційної роботи викладені в 10 наукових працях загальним обсягом 2,13 друк. арк., у тому числі у фахових виданнях опубліковано 6 робіт загальним обсягом 1,68 друк. арк.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основний зміст роботи викладено на 206 сторінках комп’ютерного тексту, у тому числі 5 таблиць на 4 сторінках, 19 рисунків на 18 сторінках; 25 додатків на 169 сторінках, список використаних джерел охоплює 186 найменувань і займає 15 сторінок.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

1.1. Економічна природа капіталу

Глибока перебудова суспільної свідомості, яка відбувається в зв'язку з формуванням громадянського суспільства, створенням правової держави, розвитком демократії, змінами в економічному житті країни, пов'язана з переорієнтацією господарства України на ринкову економіку.

Процеси роздержавлення та приватизації, виникнення різноманітних комерційних структур, банків, фондових бірж, інвестиційних фондів та інших елементів ринкової інфраструктури спонукає до переосмислення суті капіталу.

Побудова ефективної системи управління підприємства неможлива без розуміння суті та складу капіталу.

У сучасній економічній літературі пропонуються досить різні визначення (дефініції) капіталу, які відображають різноманітність підходів до його трактування.

Дослідження суті капіталу як економічної категорії велися вченими різних країн протягом декількох століть практично безперервно. Тому до теперішнього часу багато аспектів його вивчені досить глибоко та всесторонньо.

Першу спробу наукового дослідження поняття „капітал” зробив Аристотель, який запровадив поняття „хремастика” (хрема - майно, володіння). Він розумів під ним діяльність, спрямовану на накопичення багатства, отримання прибутку, вкладення та накопичення капіталу. Зокрема, у своїй праці „Політика” Аристотель зазначав: „В мистецтві накопичення статків, оскільки вони накопичуються в торговій діяльності, ніколи не буває межі, оскільки метою тут є безмежне багатство та володіння грошима. Всі, хто займається грошовими оборотами, прагнуть збільшити свої капітали до

безмежності” [1, С.25-26].

Наукова база для пізнання капіталу як категорії, що має складну економічну, філософську та правову природу, була закладена в другій половині XVII століття представником класичної політичної економії англійським економістом У.Петті. Саме в його працях було започатковано вивчення майнових відносин у взаємозв'язку з виробничими відносинами людей в процесі суспільного виробництва. Це стало передумовою для формування класичного підходу в політичній економії, яка базувалась на концепції кругообігу та створення додаткового продукту.

Основоположник класичної політичної економії Адам Сміт, ще задовго до Д.Рікардо та К.Маркса, обґрунтував принципи функціонування капіталу. У одній із своїх праць він зазначав: „Найновіше виробництво створює цінності в такій масі, що вони по закінченню виробничих оборотів прямо не знищуються повністю своїм виробником і доволі часто виробляються і за чужими замовленнями. Цінності йдуть на збут в чуже користування, передаються за допомогою обміну з рук в руки. Однак, після покриття витрат, весь надлишок виробництва в сукупності є запасом, якщо він використовується для споживання; якщо ж надлишок витрачається на нові виробництва, тоді він стає капіталом. Так, конюшні для робочої худоби, житло для працівників – капітал, а приміщення самого власника – запас” [2]. „Тільки в руках приватних осіб починають нагромаджуватися капітали. Деякі з них, природно, прагнуть використовувати їх для того, щоб зайняти роботою працелюбних людей, яких вони забезпечують матеріалами та засобами існування, розраховуючи отримати вигоду від продажу результатів їх праці або на тому, що ці працівники додали до вартості оброблюваних матеріалів” [2, С.50].

Перевершивши фізіократа Ф. Кене в міркуваннях про додатковий продукт, А.Сміт довів, що додаткова вартість є продуктом будь-якого виробництва. За його словами, джерелом прибутку є "вартість, додана працею до вартості сировини і матеріалів" [2, С.54.]. У той же час слабкість позиції А.Сміта полягала в тому, що він розглядав капітал у статичному стані, не

беручи до уваги його рух.

Більш цілісний та системний підхід до вивчення капіталу знайшов відображення в працях К.Маркса, Ф.Енгельса. При цьому, для вивчення процесів економічного розвитку суспільства та дослідження капіталу, було застосовано підходи матеріалістичної діалектики. Таким чином, вдалося сформувати системне уявлення про органічну єдність об'єктів дослідження в теорії капіталу.

Необхідно відзначити, що суть економічної категорії „капітал” почала досліджуватися вченими різних країн досить давно. Тому питання теорії формування, обороту та відтворення капіталу вивчені досить докладно та глибоко. Однак не достатньо вивченими залишаються питання оцінки капіталу та аналізу динаміки його вартості в часі. Тому дослідження вказаних аспектів є досить актуальним.

Термін "капітал" походить від латинського "capitalis", що означає - головний, основний.

Представники економічних шкіл з поняттям капіталу пов'язували досить різні поняття. Ряд науковців аналогічно визначають сутність цього поняття:

- вартість, що утворює додаткову вартість (А.Сміт, Д.Рікардо, Ж.-Б.Сей, К.Маркс);
- багатство, що бере участь у процесі виробництва (Є.Вреден [3, С.107], Е.Бем-Баверк, П.Сраффа);
- запаси виробництва або блага, які можуть бути використані для виробництва майбутніх благ (П.Хейне, Дж.Хікс);
- накопичене багатство (Ф.Візер, І.Фішер, Дж.С.Мілль [4, С.276].);
- грошову вартість, відображену на бухгалтерських рахунках фірм (Дж.Робінсон);
- сукупність акціонерного та власного капіталу в приватних підприємствах [5, С.80-81].

Тому в сучасній економічній літературі немає єдиного підходу до визначення капіталу.

Найчастіше в дефініції капіталу знаходять відображення три його види – фінансовий, продуктивний та товарний. При цьому відбувається ототожнення капіталу з коштами, що знаходяться в розпорядженні підприємства.

Однак, найбільш змістовним, на нашу думку, є марксистський підхід до визначення капіталу.

Марксисти підтримували соціально-економічну сутність капіталу, ототожнюючи його з виробничими відносинами капіталістичного способу виробництва, коли капітал та праця розділяються власністю на засоби виробництва. У даному ракурсі капітал представляється у вигляді згустку неоплаченої праці. „Капітал – це не річ, а визначені, суспільні, які належать певній історичній формації суспільства, виробничі відносини, що є представленими в речі та надають їй специфічний суспільний характер” [6, С.380-381]. Це виробничі відносини (відносини економічної власності), що виникають між класом капіталістів і класом найманих працівників у кожній із сфер суспільного відтворення – виробництві, розподілі, обміні та споживанні, з приводу привласнення робочої сили, матеріальних та нематеріальних об’єктів власності.. Не зважаючи на ідеалізацію сучасної західної економічної науки, і сьогодні багато дослідників звертається до теорії капіталу К.Маркса. На думку П.Самуельсона, „марксизм доволі цінний, щоб залишити його лише марксистам” [7, С.385].

Визначення категорії „капітал” носить дуальний характер. З одного боку він виступає як матеріальна субстанція, з іншого – як виробничі відносини. При цьому кошти, якими розпоряджається суб’єкт господарювання, виступають в ролі капіталу лише у випадку, коли вони виявляють свою здатність відшкодовувати свою первинну вартість та приносити дохід.

Кошти у вигляді засобів виробництва лише в тісному тандемі з працею та підприємницькою ініціативою здатні створювати додаткову вартість і, отже, набувати ознак капіталу.

Відокремлення підприємницьких здібностей та капіталу як двох цілком самостійно існуючих незалежних категорій (що можна спостерігати в багатьох

сучасних дослідженнях) ми не вбачаємо логічним з погляду на їх тісний взаємозв'язок.

Вперше поняття підприємця як людини з непостійними доходами та високою здатністю до ризику у своїй справі було запропоновано Р.Кантильоном.

Ж.Б.Сей охарактеризував підприємця як поєднувача, координатора факторів виробництва, організатора виробничого процесу. Підприємницький інтерес проявляється у створенні відповідної мотивації та встановленні прямої залежності особистих доходів підприємця від одержуваного підприємством прибутку та зростання капіталу.

Іншим аспектом існування капіталу є приватна власність. Економічні категорії капіталу та приватної власності зачіпають соціальні та етичні аспекти рівності, тому вони завжди виступали предметом дискусій. Ще в працях Платона приватна власність розглядалась як джерело нерівності [8, С.196]. В умовах сучасного суспільства категорія власності досліджується не тільки в економічному, але й у філософському та правовому аспектах.

Власність в економічному ракурсі є відносинами людей з приводу володіння та управління засобами виробництва і предметами споживання, тобто теорія прав власності ґрунтується, передусім, на праві володіння власністю суб'єкта господарювання, а, отже, зачіпає всі права людини та тісно пов'язана з поняттям „капітал”.

Бурхлива полеміка, що тривала в 1960-1970 рр. у західних наукових колах навколо „теорії капіталу”, дала потужний поштовх вивченню питання взаємодії капіталу та приватної власності.

До 90-х років ХХ століття більшість учених схилялась до необхідності глибшого розгляду фундаментальних економічних питань. Значний внесок у вивчення та розробку питань оцінки капіталу в цей період зробили В. Зомбарт, Е. Бем-Баверк, П. Сраффа, Х. Курц, Я. Стідмен, Л. Мейворінг, Б. Шефолд. А японський економіст Ш. Хошімура на базі теорії капіталу К. Маркса збудував математичні моделі відтворення та накопичення капіталу.

Більшість економістів визначає капітал як сукупність цінностей, яка створена посиленням виробництвом та збережена від споживання заради розміщення її знову у виробництві.

Не зважаючи, на виняткову увагу дослідників до цієї економічної категорії, досі не існує єдиного підходу до дефініції „капітал”.

„Точно визначіть слова і світ позбудеться половини своїх помилок,” — писав Жан Жак Руссо.

„Не можна підрахувати непорозумінь та помилок з приводу капіталу як поняття,” — вважав Г.Д. Маклеод [9, С.65].

„Капітал отримав настільки різноманітні визначення, що можна запитати себе: чи має значення це слово, яке було б прийняте всіма ?” — писав один із економістів ХІХ століття Н.Сеніор [10, С.69].

На думку Г. Н. Богачової та Б. А. Денисова, історична тенденція саморозвитку категорії „капітал” показує, як у кожній його новій формі з’являються нові риси, при цьому зберігаються старі. Чим більше розвинуте капіталістичне ринкове господарство, тим більша здатність капіталу до мімікрії та утворення рис, які не властиві йому, як такому [11, С.23].

Порівнюючи трактування поняття капіталу, які зустрічаються у вітчизняній та зарубіжній літературі, можна зробити висновок про те, що розуміння суті та визначення ознак їх багато в чому схожі.

Так, автори Encarta World English Dictionary та Oxford Advanced Learner’s Dictionary визначають капітал як “кошти для інвестицій або кошти, що можуть бути використані для продукування подальшого багатства” [12, С.24; 13, С.165].

Подібне визначення дають і автори підручника “Основи економічної теорії: політекономічний аспект”: “Капітал – це авансована вартість, що в процесі свого руху приносить більшу вартість, тобто самозростає” [14, С.210].

Л. М. Алексеєнко, В. М. Олексієнко, А. І. Юркевич у своєму економічному словнику визначають капітал як „загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, авансованих у формування

активів підприємства” [15, С.97] та вважають, що “... капітал є сумою вартісної оцінки майна і коштів підприємця, які він може використати на господарські потреби” [14, С.211].

Самуельсон і Нордхаус в книзі „Економікс” стверджують, що капітал складається з благ тривалого користування, створених економікою для виробництва інших товарів.

Автори тлумачного словника „Фінанси та інвестиції” визначають капітал як:

- сукупну вартість товарів, майна, активів, що використовуються для одержання прибутку;
- сумарні активи компанії;
- капітальні активи компанії;
- капітал власників (у бізнесі);
- суму ресурсів, інвестованих у бізнес (у бухгалтерському обліку);
- грошові кошти, доступні для інвестування або інвестовані;
- дисконтовану вартість майбутнього доходу від інвестицій [16, С.519].

І. Т. Балабанов пише: “Капітал – це гроші, пущені в обіг, і доходи, що вони приносять від цього обігу” [17, С.29].

Н. А. Русак і В. А. Русак зазначають, що капітал „... це кошти, вкладені в суб’єкт господарювання для початку або продовження господарської діяльності з метою одержання прибутку (доходу)” [18, С.47].

В. І. Терьохін і С. В. Моїсєєв вважають, що капітал – це кошти підприємства, відображені в пасиві його бухгалтерського балансу. При цьому капітал поділяється на власний, тобто сформований за рахунок власних джерел, і позиковий, формування якого здійснюється за рахунок боргових джерел [19, С.8].

В. Г. Белоліпецький визначає капітал як “... частину фінансових ресурсів, залучених фірмою в оборот, і доходи, що вони приносять, від цього обороту. У цьому розумінні капітал виступає як перетворена форма фінансових ресурсів” [20, С.64].

А. М. Ковальова, М. Г. Лапуста, Л. Г. Смакай розглядають капітал як сукупність власних і боргових фінансових ресурсів, що використовуються для фінансування активів з метою отримання прибутку. “Частина фінансових ресурсів, залучених фірмою в оборот, і доходи, що вони приносять від цього обороту, мають назву капіталу, що виступає як перетворена форма фінансових ресурсів. Іншими словами, капітал – це значна частина фінансових ресурсів, яка авансується та інвестується у виробництво з метою одержання прибутку” [21, С.40].

Аналогічний підхід до визначення капіталу підприємства можна знайти й у інших авторів, зокрема у А. М. Поддєрьогіна та О. О. Терещенка [22, С.327].

В.М.Опарін стверджує, що “поняття “капітал” і “фінансові ресурси” – близькі за змістом” та “основною метою раціонального використання капіталу є ... надання капіталу ознак фінансових ресурсів” [23, С.26].

Бланк І.А. визначає капітал як накопичений шляхом заощаджень запас економічних благ у формі грошових засобів і капітальних товарів, які вкладаються власниками в економічний процес як інвестиційний ресурс і фактор виробництва з метою отримання доходу [24, С.461].

Автори навчального посібника “Фінанси зарубіжних корпорацій” під капіталом підприємства розуміють “власний (акціонерний) та запозичений фірмами грошовий капітал, що використовується для фінансування їхніх активів” [25, С.235].

Таким чином, автори вищенаведених визначень під капіталом розуміють ту частину ресурсів, використання якої призводить до ймовірного отримання економічних вигод.

Щоб визначитися в розумінні капіталу підприємства, слід визначити основні ознаки даної категорії.

На нашу думку, економічна природа капіталу характеризується такими основними ознаками.

По-перше, капітал за своєю суттю відображає процес створення, розподілу, використання та відтворення ресурсів як у межах окремого

підприємства, так і всієї економічної системи держави, тобто дана ознака характеризує формування та використання власного та позиченого капіталу підприємства в процесі діяльності суб'єкта господарювання.

По-друге, капітал є необхідною умовою організації та здійснення підприємницької діяльності, а також основою для формування основних і оборотних активів підприємства. Без нього всі інші фактори виробництва (природні ресурси, праця, підприємницький талант) дають незначний результат. Слід зазначити, що капітал може формуватися як в грошовій, так і матеріальній та нематеріальній формах.

По-третє, капітал є об'єктивною умовою розвитку держави та суспільства, що формують необхідні умови для створення додаткової вартості, розподіл і перерозподіл якої забезпечує формування ресурсів як на рівні суб'єктів господарювання, так і держави.

По-четверте, капітал є джерелом утворення багатства інвесторів підприємств, добробуту найманих працівників та через фінансову систему країни — усіх членів суспільства. Збільшення обсягів капіталу сприяє добробуту суспільства в майбутніх періодах, тоді як зростання поточного споживання скорочує обсяг наявних ресурсів, призводить до зменшення їх продуктивної сили в майбутньому.

По-п'яте, капітал підприємства є найважливішою характеристикою рівня ефективності його господарської діяльності. Чим більшою є його здатність до самозростання, тим ефективнішою є діяльність суб'єкта господарювання.

По-шосте, власний капітал підприємства є мірилом його ринкової вартості. Обсяг власного капіталу підприємства є відправною точкою для використання позикового капіталу та підвищення інвестиційної привабливості.

По-сьоме, капітал є чинником ризику, що визначається процесом формування та використання капіталу.

По-восьме, капітал формується під впливом фактора часу. Перед підприємством завжди існує альтернатива використання ресурсів, яка пов'язана з певним моментом та потребує оптимізації управлінських рішень щодо

поточного та перспективного формування та використання капіталу як джерела поточного та майбутнього добробуту.

З урахуванням існуючих підходів до трактування капіталу, що подані в економічній літературі, характерних ознак та наряду дослідження, його дефініцію в прикладному аспекті можна сформулювати наступним чином: капітал підприємства — це сукупність економічних благ у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, які залучаються в економічний процес діяльності суб'єкта господарювання та у своєму русі здатні приносити дохід.

Дослідження суті капіталу підприємства тісно пов'язане з проблемою його структурування. Це дає можливість виокремити основні ознаки та об'єктивно дослідити його суть.

1.2. Склад та структура капіталу підприємства

Капітал, який залучається підприємством для здійснення господарської діяльності, характеризується не тільки своєю багатогранною сутністю, але й різноманітністю форм, у яких він виражається.

Економічний інтерес представляє не просто капітал у матеріально-речовій формі у вигляді активів підприємства, а й джерела його утворення та можливості, які він забезпечує в діяльності суб'єкта господарювання.

З метою забезпечення ефективного управління формуванням капіталу доцільною є систематизація термінології, що пов'язана з даним процесом. Тому в даному дослідженні систематизація капіталу обмежена лише тими класифікаційними ознаками, які безпосередньо пов'язані з процесом його формування для здійснення господарської діяльності. Класифікація капіталу підприємства дозволяє при управлінні цим процесом створити основу оптимізації складу його джерел та забезпечити оптимізацію форм його залучення з урахуванням специфіки господарської діяльності підприємства та умов її здійснення.

Інформація про обсяг капіталу, що знаходиться в розпорядженні підприємства, та джерела його постатейного формування, подана в формі

фінансової звітності № 1 “Баланс”.

Бухгалтерський баланс — це такий спосіб повідомлення про стан капіталу підприємства, при якому з одного боку – відображається його вияв на всіх стадіях кругообороту, а з іншого – джерела його формування.

В широкому сенсі бухгалтерський баланс слід розглядати як модель, що суміщає економічні, фінансові, правові та технологічні аспекти діяльності підприємства. Крім того, вона відображає процес виникнення та існування капіталу, переміщення його із однієї форми в іншу.

Пасив балансу містить інформацію про джерела формування капіталу, який використовувало підприємство на дату складання звіту, а актив – про напрямки його розміщення.

Оскільки баланс підприємства є звітом про формування, рух та відтворення капіталу, тому його слід вважати єдиною формою звітності підприємства, у якій в історичному аспекті в розгорнутому вигляді відображається його величина. З огляду на це баланс підприємства повинен розглядатися як метод вивчення питань авансування, інвестування, обороту, кругообороту та відтворення капіталу, а також визначення його величини, яка змінюється в часі.

Правомірною слід вважати думку про те, що джерела формування капіталу не можна зіставляти з самим капіталом підприємства [26], тому що право власності або інший вид правових відносин є тільки передумовою для його утворення та отримання доходів. Самі ж доходи утворюються як наслідок використання капіталу, тому твердження, що пасив балансу не є капіталом, є більш вірний.

Побудова ринкової економіки в нашій країні визначила місце капіталу та прав власності на нього в суспільній системі, однак і надалі приділяється мало уваги вивченню капіталу у взаємозв'язку з джерелами його формування. Тому важливим завданням є всебічне вивчення сутності капіталу в діалектичній єдності джерел формування власного та позиченого капіталу підприємства.

Підхід до його вивчення значною мірою визначатиметься метою

дослідження. Так, з юридичної точки зору, при дослідженні капіталу слід спиратись, головним чином, на взаємозв'язок майна та зобов'язань, що виникають з приводу формування цього майна, а з фінансової – на взаємозв'язок майна підприємства, що змінюється в часі, та його боргів. При цьому підґрунтям для вивчення питань обліку капіталу підприємства є правовий підхід, а для аналізу стану та руху капіталу – фінансовий.

Капітал є джерелом для виникнення та здійснення діяльності підприємства. Тільки капітал має властивість приносити дохід.

Класифікація видів капіталу, що формується підприємством, подана на рис. А.1. (додаток А).

Розглянемо більш детально окремі види капіталу, який залучається підприємством, відповідно до наведеної класифікації за основними ознаками.

Інвестори спрямовують капітал у підприємство на власний ризик, необмежений час та без обумовленої гарантії повернення авансованих коштів, тобто фактично передають право власності на капітал отримувачу та формують його власний капітал. Передаючи свої ресурси реципієнту, інвестор одночасно втрачає право власності на них і набуває права власності на інший актив-еквівалент – паї та частки в статутному капіталі.

Рух капіталу від інвесторів до споживачів надає обом сторонам певну економічну свободу дій. Інвестори погоджуються діяти в умовах невизначеності та нести ризик втрати авансованих коштів у разі їх непродуктивного використання, а отримувач — вільно використовувати ресурси у певних проектах. Первісні (засновницькі) вкладення ресурсів у статутний капітал, додаткові емісії, цільове фінансування спільних проектів слід трактувати як інвестиції капіталу у власний капітал підприємства. Отриманий капітал є основою для початку діяльності підприємства і гарантом його відносної незалежності від зовнішніх джерел фінансування.

Потреба розмежування капіталу на власний та позичений виникла ще в XIX столітті в період становлення та розвитку капіталізму, тобто саме на цей період припадає зростання потреби бізнесу в дешевих додаткових ресурсах для

розширення масштабів діяльності.

Є. Вреден у „Курсі політичної економії” запропонував виділити позиковий капітал, який, на відміну від власного, надається у чуже користування з метою отримання доходу [3]. Тому розмір доходу кредитора від надання капіталу у позику, на відміну від власного капіталу, буде визначатися не ефективністю роботи суб’єкта господарювання, а величиною пропозиції позикових капіталів у країні [27].

Уперше визначення власного капіталу як „чистого майна” запропонував професор І. Ф. Шерр та визначив його як різницю сукупності всього майна підприємства та його зобов’язань. Він протиставив вільну від зобов’язань частину майна власному авансованому капіталу підприємства. Це балансове рівняння отримало назву „капітальне рівняння Шерра”.

Таке розуміння капіталу можна також знайти в роботах С. Фішера, Р. Дорибуша, Р. Шмалензі, Б. Мінца, М. Шварца, Дж. Робінсона та інших. Наприклад, С. Фішер, Р. Дорибуш, Р. Шмалензі розглядають капітал як кошти, що вкладаються власниками підприємства, інвесторами в розвиток суб’єкта господарювання [28, С.132].

Е. Нікбахт та А. Гроппеллі визначають капітал як вартість активів за вирахуванням боргових зобов’язань [29, С.19].

На сьогоднішній день суть власного капіталу є предметом дискусій, відображає різні точки зору на теорію капіталу.

Методична рада з бухгалтерського обліку, що займається розробкою та розглядом проектів національних положень бухгалтерського обліку, взяла за основу теорію залишкового капіталу Вільяма Патона, [30, С.483], згідно з якою розмір власного капіталу підприємства (залишковий капітал) (К) слід визначати як частину в активах (А) підприємства, що залишається після погашення зобов’язань з приводу використання позикового капіталу (З):

$$K = A - Z.$$

Здійснюючи підприємницьку діяльність, підприємство позичає капітал на кредитному ринку та в результаті утворює зобов’язання. Оскільки права

кредиторів мають пріоритет над правами інвесторів, то при ліквідації підприємства вони компенсуються в першу чергу. Тому власний капітал слід визначати як частину в активах підприємства, що залишається після погашення зобов'язань.

Теорія залишкового капіталу передбачає, що звичайні інвестори, на відміну від кредиторів підприємства та тримачів привілейованих акцій, можуть претендувати на виплати з прибутку (дивіденди) лише тоді, коли вони оголошені, а величина залишкового капіталу для цього не призначена. Іншими словами, первісно інвестований капітал та нерозподілений прибуток є капіталом самого підприємства. За умови ліквідації підприємства право власності на залишковий капітал переходить від підприємства до власників.

Із загальноприйнятої позиції підприємство отримуватиме дохід тільки за умови збереження власного капіталу. Власний капітал підприємства – це сума коштів, яка внесена інвесторами та переходить у власність підприємства. Для захисту інтересів третіх сторін, які ведуть справи з ним, ця сума повинна зберігатися постійно.

Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО) рекомендують застосування фінансової концепції капіталу, яка на мікрорівні визначає розмір власного капіталу як суму чистих активів. При цьому йдеться про облікову характеристику активів підприємства за вирахуванням зобов'язань [31, С.57].

Фінансовий капітал вважається збереженим, якщо величина власного капіталу на кінець періоду, за вирахуванням внесків інвесторів і виплат їм протягом цього періоду дорівнює його величині на початку того ж періоду. Величину збереженого фінансового капіталу можна виміряти в номінальних грошових одиницях чи в постійних одиницях купівельної спроможності. У разі, вимірювання його величини в номінальних грошових одиницях, будь-яке підвищення вартості активів протягом даного періоду розглядатиметься стосовно цього капіталу як прибуток. Однак, до моменту продажу величину підвищення не можна врахувати.

Якщо величина капіталу вимірюється в постійних одиницях купівельної

спроможності, то як прибуток розглядається тільки та частина підвищення вартості активів, яка є більшою за величину приросту загального рівня цін.

Концепція збереження капіталу забезпечує зв'язок між концепцією фінансового капіталу та концепцією прибутку, оскільки визначає критерій, за яким слід оцінювати прибуток. На практиці у більшості фінансових звітів використовується концепція збереження номінального фінансового капіталу, але для користувачів рішення про вибір концепції залежатиме від їх інтересів і потреб.

Оскільки, коли авансований власниками капітал прирівнюють до власного капіталу підприємства, виникає потреба у розмежуванні прав власності. У міжнародній та національній практиці бухгалтерського обліку застосовується принцип автономії підприємства, за яким кожне підприємство розглядається як юридична особа, що відокремлена від власників, тобто особисте майно та зобов'язання власників не повинні відображатися у фінансовій звітності [32]. З іншого боку, як писав основоположник сучасної школи вітчизняного бухгалтерського обліку Г.А.Бахчисарайцев: „Оскільки господарство, взагалі, є поняттям абстрактним і тому свого власного майна не має та мати не може, то очевидно, на яку суму господарство має засобів (активів), на таку ж суму господарство має боргів (пасивів)” [33, С.8].

Право власності на майно підприємств в Україні закріплене за підприємствами Господарським кодексом України [34].

Проте проблема виникає внаслідок невірного тлумачення інформації, яка подана в пасиві балансу. Зокрема, ряд авторів ототожнює джерела утворення капіталу із самим капіталом. Ми ж вважаємо, що при визначенні змісту інформації правої сторони балансу, слід керуватися її первісним призначенням. Тому вважаємо, що права сторона балансу повинна відображати джерела походження капіталу, а ліва — капітал на різних стадіях його кругообороту. Зобов'язання не є тотожністю капіталу, оскільки вони є результатом залучення капіталу. „Зобов'язання – оформлені договором відносини між різними суб'єктами, згідно з якими одна зі сторін зобов'язана здійснювати певні дії на

користь іншої або утримуватися від небажаних для неї дій” [35, с.609].

Перед підприємствами всіх форм власності за винятком державної, при отриманні права власності на майно, виникають зобов’язання перед власниками щодо участі в управлінні, розподілі отриманого прибутку, повернення частки в залишковому капіталі при ліквідації підприємства.

Підприємства державної форми власності взагалі не набувають права власності на майно, а отримують його у повне господарське відання [34].

Оскільки джерелом формування власного капіталу підприємства є внески засновників та учасників (власників) підприємства, а право власності на майно для підприємства є похідним [36, С.125], тому не зовсім логічним вбачається визначення назви першого розділу пасиву балансу як „Власний капітал”.

Процес гармонізації та стандартизації бухгалтерського обліку, що відбувається в Україні, спрямований на забезпечення потреб користувачів достовірною інформацією, а в результаті — на розширення можливостей для інвестування в економіку. Перехід України до американо-британської системи обліку позначився й на побудові його концептуальної моделі. Проте діючі національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку не є цілком відпрацьованими та містять ряд невизначеностей, що є результатом адаптування у новій моделі набутого досвіду.

Прикладом системності та логічності структури, узгодженості всіх важливих елементів між собою, послідовності облікового циклу є бухгалтерський облік у США. Тому було б логічно скористатися з досвіду країни, що є лідером у розробці принципів та стандартів обліку не тільки для своєї країни, але й для світового співтовариства.

Так, зокрема, в балансах фірм американо-британської системи виділяють розділ, що носить назву „зобов’язання перед акціонерами (власниками)”, або „капітал акціонерів (власників)”, що цілком, на нашу думку, відображає джерело походження власного капіталу підприємства з урахуванням права власності підприємства на нього [37, С.7].

Тому вважаємо за доцільне виокремлення капіталу, утвореного в

результаті внесків власників підприємства, в розділі під назвою „Капітал учасників (власників)”.

Крім того, в складі першого розділу пасиву балансу серед джерел утворення власного капіталу підприємства національним положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 2 „Баланс” виділено такі статті:

- нерозподілений прибуток (непокритий збиток);
- резервний капітал;
- інший додатковий капітал;
- вилучений капітал.

Оскільки джерело походження даних видів капіталу є внутрішнім, тому пропонуємо об'єднати їх у розділі під спільною назвою „Внутрішні джерела формування капіталу”.

Необґрунтованою, на нашу думку, залишається й будова балансу підприємства, що пояснюється перенесенням його старої форми без адаптації до нового змісту та дотримання мети складання фінансових звітів. Існуюча структура капіталу відображає юридичний підхід до визначення джерел формування капіталу підприємства. Однак вона не здатна відобразити економічну суть руху капіталу на підприємстві та відносини, що виникають між підприємством та вкладниками капіталу.

Дослідників балансу насамперед цікавить ліквідність підприємства та ступінь забезпечення зобов'язань підприємства перед кредиторами, оскільки це значною мірою впливає на ступінь ризику інвестування капіталу в дане підприємство (стаття 4 положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 „Загальні вимоги до фінансової звітності”). Тому логічним вважаємо перегрупування статей балансу за порядком спадання негайності погашення, що призведе до покращення його структури та підвищення аналітичності балансу.

Іншими аргументами на користь перегрупування балансу є, по-перше, існуючий порядок задоволення вимог кредиторів, що свідчить про пріоритетність інтересів кредиторів [38], а, по-друге, визначений положеннями

(стандартами) бухгалтерського обліку порядок розрахунку розміру власного капіталу.

Власним капіталом підприємства визнається та його частина, що залишається в активах підприємства після виконання ним зобов'язань з приводу використання позикового капіталу.

Оскільки порядок застосування балансового рівняння розрахунку розміру власного капіталу визначає структуру балансу, тому з врахуванням вищевикладених аргументів пропонуємо застосування форми пасиву балансу, що подана на рисунку А.2 (додаток А).

Власний капітал в діяльності підприємства виконує наступні функції:

1. Довготермінового фінансування.
2. Фінансування ризикових інвестицій.
3. Критерію самостійності влади.
4. Бази розподілу доходів і активів.
5. Вимірника відповідальності за зобов'язаннями та захищеності прав кредиторів.

Глибшому розумінню сутності власного капіталу сприяє його розбиття на:

- капітал, який був отриманий від інвесторів (капітал власників);
- капітал, утворений підприємством із внутрішніх джерел.

До складу капіталу, що був отриманий підприємством від інвесторів, відносять статутний, пайовий (у кооперативних організаціях), додатковий та неоплачений.

Статутний капітал формується за рахунок початкових коштів, внесених засновниками підприємства до статутного фонду, подальших їх внесків, а також інвестицій інших інвесторів.

Порядок формування статутного капіталу підприємства визначається діючим законодавством, статутом та укладеними угодами.

На державних підприємствах статутний капітал включає кошти, виділені державою у постійне володіння, користування та розпорядження на правах

повного господарського відання.

На підприємствах недержавної форми власності статутний капітал формується із внесків засновників та належить їм на правах власності, повного господарського відання або оперативного управління [34]. Він фіксує внесок кожного учасника у формування загального майна та регулює відносини власності на підприємстві.

Розмір статутного капіталу підприємства не може змінюватися після державної реєстрації.

Джерелами формування статутного капіталу підприємств є грошові та матеріальні внески засновників.

Порядок створення акціонерних товариств та випуску ними акцій регулюється чинним законодавством України [39-41]. Статутний капітал акціонерного товариства утворюється шляхом емісії визначеної кількості акцій однакової номінальної вартості.

За видами акції поділяють на прості та привілейовані. Їх власники мають різні права та привілеї. Привілейовані акції мають деякі переваги порівняно зі звичайними. Так, по-перше, у разі ліквідації підприємства власники привілейованих акцій мають право одержати свою частку активів відразу після погашення боргів кредиторам, після цього настає черга власників звичайних акцій; по-друге, за привілейованими акціями, як правило, гарантується дохід у вигляді наперед встановлених відсотків номінальної вартості акцій, незалежно від величини реально одержаного прибутку. Проте їх власники не мають права голосу і не можуть безпосередньо впливати на управління підприємством. Привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує 10 відсотків статутного фонду акціонерного товариства, а використання капіталу сформованого за рахунок випуску привілейованих акцій не є обмеженим у часі, а сам капітал є власністю підприємства, тому є частиною власного капіталу.

Ряд авторів вважає, що різниця між власним та позиченим видами капіталу може бути визначена за такими основними аспектами:

1. Рівень пріоритетності прав.

2. Ступінь визначеності суми, яка повинна бути отримана тримачем цінного паперу.
3. Дата отримання платежу, що завершує виконання прав [42, С.480].

Правовий режим функціонування цінних паперів у вигляді акцій в Україні визначається законами “Про цінні папери і фондову біржу”, “Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, “Про господарські товариства” та іншими нормативними актами.

Пайовий капітал утворюється за рахунок пайових внесків спілок, кооперативних підприємств і організацій. Формування пайового капіталу передбачено на підприємствах споживчої кооперації, колективних сільськогосподарських підприємствах, житлово-будівельних кооперативах, кредитних спілках, виробничих кооперативах промисловості, будівництва та інших сферах господарської діяльності. Джерелами його утворення є обов’язкові та додаткові пайові внески членів кооперативу у вигляді грошей та майна. Порядок формування пайового капіталу визначається Законом України “Про кооперацію” [43].

У кооперативах можливі два види реєстрованого капіталу – статутний і пайовий. Пайовий капітал, на відміну від статутного, може утворюватися безпосередньо за рахунок майна членів кооперативу, а також використовуватися на передбачувані статутом цілі.

Оскільки статутний капітал є фіксованою величиною, а окремі господарські операції вимагають зміни статутного капіталу, то такі зміни відображаються у вигляді додаткового капіталу.

Величина додаткового капіталу є абстрактним поняттям та є відхиленням від статутного капіталу через утворення емісійного доходу, додатково вкладеного засновниками капіталу, суми дооцінки активів, отримання активів, які безкоштовно отримало підприємство від інших юридичних або фізичних осіб.

Неоплачений капітал є умовно виділеним видом капіталу, що призначений для відображення заборгованості учасників за внесками до

статутного капіталу. Він віднімається від розміру зареєстрованого статутного капіталу для визначення фактично внесеної учасниками суми.

До капіталу, що генерується підприємством із внутрішніх джерел, відносять вилучений, резервний, інший додатковий капітал та нерозподілений прибуток.

Отриманий підприємством прибуток після вирахування податкових платежів спрямовується:

- до резервного фонду;
- на реінвестиції у діяльність підприємства;
- на виплати частини прибутку учасникам (дивідендні виплати).

Вилучений капітал — вартість часток, викуплених товариством у його учасників. Даний вид капіталу служить для коригування розміру капіталу внесеного інвесторами.

Резервний капітал створюється підприємством за рахунок прибутку та додаткового капіталу. Метою його створення є резервування ресурсів для погашення можливих збитків у майбутньому або використання на покриття непередбачених витрат та сплату боргів при ліквідації підприємства та поповнення статутного капіталу, якщо з нього були зроблені вилучення методом викупу акцій та нарахованих дивідендів за відсутності прибутків. Резервний капітал створюється відповідно до чинного законодавства чи установчих документів. Розмір резервного капіталу відповідно до Закону України “Про господарські товариства” від 19.09.1991р. № 1576-XII повинен складати не менше 25 % статутного капіталу, а щорічні відрахування повинні становити не менше 5% чистого прибутку.

Політика щодо створення резервного капіталу розробляється, з урахуванням ризику роботи підприємства на конкретному ринку, рівня конкуренції, перспектив подальшого зростання та інших факторів. За умови значного розміру резервного капіталу підприємство може маневрувати ним, а саме: покривати збитки, сплачувати борги при оголошенні банкрутства. Проте, з іншого боку, слід враховувати, що формування резервного капіталу вимагає

вилучення частини прибутку та додаткового капіталу на тривалий період з обороту та зниження продуктивності капіталу підприємства.

На практиці досить часто резервний капітал використовується для згладжування розміру прибутку від одного періоду до іншого, тобто у сприятливі роки частина отриманого прибутку спрямовується до резервного фонду, а при несприятливих – частина капіталу із резервного капіталу приєднується до прибутку. Використання резервного капіталу дозволяє маніпулювати розміром прибутку та приховувати помилки керівництва від інвесторів [44]. Практика маніпулюванням розміром прибутку в західних країнах отримала назву „менеджмент доходів”.

Інший додатковий капітал – капітал, який утворюється як результат дооцінки необоротних активів, а також активів необоротних активів, безкоштовно отриманих підприємством від фізичних та юридичних осіб, та інших джерел.

Зростання капіталу підприємства відбувається за рахунок різноманітних джерел, серед яких найважливішим є нерозподілений прибуток. Нерозподілений прибуток – це сума прибутку, яка отримана підприємством в результаті його діяльності та реінвестується у підприємство. Нерозподілений прибуток є прибутком, що залишається у підприємства після виплати дивідендів власникам та формування резервного капіталу. Порядок визначення розміру нерозподіленого прибутку регулюється стандартами бухгалтерського обліку 15 “Дохід” та 16 “Витрати” [45, С.47; 46, С.49].

Необхідність виявлення результату діяльності підприємства за допомогою зіставлення активу та пасиву зумовила виділення статті прибутків та збитків, що є відображенням результату діяльності підприємства.

Традиційно під прибутком розуміють різницю між загальною сумою доходів та витрат підприємства. Такий підхід, як правило, обмежений рамками обліку. Проте нерідко прибуток визначають як приріст власного капіталу підприємства, що наближує бухгалтерське визначення прибутку до економічного поняття приріст капіталу [47, С.311]. Такий підхід знайшов

відображення в міжнародних стандартах бухгалтерського обліку, зокрема в „концепції збереження капіталу”, в основі якої лежить збереження величини капіталу підприємства на незмінному рівні до моменту розподілу дивідендів власникам. До того ж дивіденди не повинні виплачуватися із капіталу підприємства, інакше капітал проїдається [47, С.323].

За своєю суттю прибуток є приростом капіталу, а через нього свій вияв знаходить додаткова вартість, створена капіталом.

Прибуток або збитки підприємства, крім традиційної грошової форми можуть мати й негрошову, що виявляється через переоцінку вартості пасивів чи активів. Крім резервів, що створюються за рахунок розподілу прибутку, існують і приховані резерви – розміщенні в активі, в тому числі за рахунок заниження оцінки активів.

Порядок обчислення прибутку в українському податковому законодавстві не збігається з методикою, яка пропонується для складання фінансової звітності, що призводить до скорочення його фактичного розміру в порівнянні із прибутком обчисленим за методикою, визначеною положенням (стандартом) бухгалтерського обліку, скорочення джерел утворення власного капіталу (самофінансування) та невідповідності фінансової звітності принципу повного висвітлення, а, отже, впливає на рішення користувачів цієї звітності.

Сучасна діяльність будь-якого підприємства неможлива без постійного використання позиченого капіталу. Його залучення дозволяє суттєво розширити обсяги господарської діяльності, прискорити формування власного капіталу, підвищити ефективність використання інвестованих коштів. Потреба в чіткому розмежуванні капіталу на власний та позичений виникає через необхідність об’єктивної оцінки показників, що комплексно характеризують прибутковість, стійкість, ліквідність, ділову активність підприємства.

Позичений капітал, на відміну від власного, завжди має, по-перше, фіксований строк використання та цілеспрямованість; по-друге, плата за користування ним є вартістю запозичення та повертається кредитору разом із основною сумою боргу; по-третє, отримувач не набуває права власності на

нього.

За визначенням Дж.Хікса угода про надання ресурсів у позику передбачає, що тільки один її учасник виконує свої зобов'язання в поточний момент, інший же учасник зобов'язаний виконати угоду того чи іншого дня (чи за кілька днів) у майбутньому [48, С.250]. При кредитуванні не відбувається переходу права власності на капітал як у процесі інвестування, тобто позичальник лише тимчасово розпоряджається ним.

Для реципієнтів досить ризикованим є отримання таких ресурсів за умови зобов'язкового їх повернення, оскільки це призводить до збільшення частки зобов'язань у балансі та підвищення рівня фінансового ризику.

Позичений капітал може бути сформований за рахунок забезпечень наступних витрат та платежів, довготермінових та короткотермінових кредитів банків, емісії облігацій, комерційного кредиту, лізингу, селенгу, кредиторської заборгованості, відстрочених податкових зобов'язань, доходів майбутніх періодів, бюджетних та позабюджетних асигнувань. Результатом позики цих коштів є виникнення зобов'язань підприємства щодо їх повернення.

Зобов'язання – це заборгованість підприємства, що виникла внаслідок минулих подій і погашення якої, як очікують, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що втілюють в собі економічні вигоди [32].

Залежно від терміну повернення позичений капітал поділяють на короткотерміновий та довготерміновий.

Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 2 “Баланс” визначено визнання зобов'язань поточними, якщо вони будуть погашені протягом операційного циклу або дванадцяти місяців, починаючи з дати балансу. Усі інші зобов'язання визнаються довготерміновими.

Чітке розмежування позикового капіталу на поточний та довготерміновий необхідне з ряду причин. Однією з них є ліквідність підприємства. Тому інколи керівники підприємств для покращення показників ліквідності вдаються до конвертації поточних зобов'язань у довготермінові.

Одним із джерел формування капіталу може виступати банківський

кредит. Основними принципами кредитування підприємств, прийнятими у світовій практиці [49, С.469], є:

- забезпеченість;
- платність;
- терміновість;
- поверненість;
- цільовий характер.

Під банківським кредитом слід розуміти грошові кошти, що надаються банком у позику для цільового використання на встановлений термін під певний відсоток. Така позика може бути забезпеченою і незабезпеченою. Забезпечена позика видається під певні матеріальні цінності, які кредитор зможе отримати у випадку несплати позики. До таких цінностей відносять дебіторську заборгованість, рухоме і нерухоме майно. Незабезпечені кредити надаються банком під виділену кредитну лінію підприємства для здійснення поточних розрахунків.

Комерційний кредит – це ресурси, які отримує підприємство від постачальників при звичайних умовах здійснення господарської діяльності. Він є найпоширенішим джерелом фінансування поточних витрат підприємства.

Залучення капіталу з даного джерела має ряд переваг у порівнянні з іншими джерелами, оскільки:

1. Комерційний кредит є найбільш маневреною формою фінансування.
2. Дозволяє активно згладжувати сезонну потребу в інших формах залучення позикових коштів.
3. Дозволяє вільно розпоряджатися наданими в кредит матеріальними цінностями.
4. Вартість комерційного кредиту є значно нижчою від вартості всіх інших позикових ресурсів.
5. Дозволяє скоротити фінансовий цикл підприємства, отже, і потребу в капіталі.
6. Характеризується простішим механізмом оформлення в порівнянні з

іншими видами кредиту.

Недоліки комерційного кредиту полягають в:

1. Обмеженості у часі.
2. В порівнянні з іншими кредитними інструментами зобов'язання з погашення комерційного кредиту несуть підвищений кредитний ризик.
3. Ресурси, залучені з допомогою цього кредиту, спрямовуються на забезпечення потреби підприємства у фінансуванні виробничих запасів.

Комерційний кредит може бути наданий у наступних формах:

- комерційний кредит з відстрочкою платежу за умовами контракту;
- комерційний кредит з оформлення заборгованості векселем;
- комерційний кредит у формі консигнації.

Перші два види є найбільш поширеними видами комерційного кредиту. Різниця полягає лиш у тому, що перший не вимагає оформлення спеціальних документів, а інший – оформляється векселем. Порядок застосування векселів в господарському обороті визначається законодавством України [50-53], [39].

Комерційний кредит у формі консигнації – це вид комісійної операції, при якій постачальник відвантажує на склад підприємства товари з дорученням продати їх. Розрахунки з постачальником проводяться лише після продажу товару. Комерційний кредит у формі консигнації є одним із видів позабалансового фінансування.

Ще одним джерелом формування капіталу підприємства є емісія облігацій. Відповідно до законодавства України [39] цим джерелом можуть скористатися підприємства усіх, передбачених законом, форм власності, об'єднання підприємств, акціонерні та інші товариства. Рішення про випуск облігацій підприємство приймає самостійно.

Капітал, сформований за рахунок емісії, використовується, як правило, на стратегічні цілі.

На практиці для залучення капіталу підприємства частіше вдаються до

емісії облігацій, ніж акцій. Це пояснюється кількома обставинами:

1. Власники облігацій не мають права на участь в управлінні підприємством. Випуск облігацій дозволяє уникнути “розмивання” власності підприємства внаслідок випуску значної кількості акцій.
2. Витрати на виплату відсотків по облігаціях підлягають включенню до складу валових витрат, а отже, зменшують величину оподаткованого прибутку та величину податку. Дивіденди не підлягають включенню до складу валових витрат.
3. В періоди інфляції виплата боргів по облігаціях підприємству обходиться дешевше, оскільки заздалегідь визначений відсоток доходу до номіналу облігації. Дивіденди ж по акціях залежать від розміру прибутку підприємств.
4. Через стабільність доходу та практичну відсутність ризику в умовах депресії значно легше реалізувати облігації, ніж акції.
5. Фінансові зобов'язання по відсотках за облігаціями можуть бути нижчими за вартість акціонерного капіталу через низький ступінь ризику.
6. При емісії облігацій керівництво підприємства сподівається на збільшення доходів, оскільки тоді виплата відсотків за облігаціями буде економнішим видом витрат, ніж виплата дивідендів.

Проте поряд з перевагами емісія облігацій має певні обмеження і недоліки:

1. Випуск облігацій підприємств для формування і поповнення статутного фонду емітентів, а також для покриття збитків, пов'язаних з їх господарською діяльністю, заборонений законодавством України.
2. Емісія облігацій пов'язана з певними затратами часу та ресурсів.
3. Розмір капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, не може перевищувати 25 відсотків розміру статутного капіталу за умови повної оплати всіх випущених акцій. Через високі витрати, пов'язані із випуском облігацій та обмеженням розміру коштів, що залучаються, їх

емісію можуть дозволити собі лише великі підприємства.

4. Рівень відповідальності за своєчасну виплату відсотків та повернення суми позики високий.
5. Відсоток виплат по облігаціях є фіксованим, і у випадку зменшення вартості ресурсів, внаслідок зміни кон'юнктури фінансового ринку, підприємство буде нести підвищені витрати в порівнянні із середньоринковими.

Внутрішня кредиторська заборгованість (стійкі пасиви), на відміну від вищезгаданих джерел формування позикового капіталу, відноситься до внутрішніх джерел. Нарахування коштів за різними видами цих рахунків проводиться підприємством щоденно (в міру здійснення господарських операцій), а погашення зобов'язань з цієї внутрішньої заборгованості – в певні встановлені строки в діапазоні до одного місяця. З моменту нарахування кошти, що входять до складу внутрішньої кредиторської заборгованості, вже не є власністю підприємства, а використовуються ним до настання терміну погашення зобов'язань.

Характерними рисами внутрішньої кредиторської заборгованості є те, що:

1. Внутрішня кредиторська заборгованість є практично безоплатним джерелом позикових коштів.
2. Розмір внутрішньої кредиторської заборгованості впливає на тривалість фінансового циклу.
3. Величина внутрішньої кредиторської заборгованості прямо залежить від обсягу господарської діяльності підприємства.
4. Розмір внутрішньої кредиторської заборгованості за окремими її видами і підприємства в цілому залежить від періодичності погашення зобов'язань.

До внутрішньої кредиторської заборгованості відносять: заборгованість з оплати праці, заборгованість з відрахувань до позабюджетних фондів, заборгованість за податковими платежами, заборгованість з перерахунку внесків на страхування майна підприємства, заборгованість з перерахунку

внесків на особисте страхування персоналу, заборгованість по розрахунках з дочірніми підприємствами, інші види нарахувань.

Відстрочені податкові зобов'язання — це часто використовуване джерело утворюваного капіталу, яке створюється для подолання різниць, які виникають через використання різних методів амортизації основних засобів для цілей оподаткування та фінансової звітності. Відстрочені податкові зобов'язання – це різниця, яка виникає між сумою податку на прибуток відповідно до податкового обліку і сумою податку на прибуток відповідно до фінансового обліку. Багато підприємств у податковому обліку нараховують амортизацію основних засобів швидшими темпами, ніж у фінансовому, хоча в тривалому періоді обидва методи забезпечують повне списання вартості основних засобів. Це дозволяє вивільнити певну суму капіталу у вигляді резерву відстрочених податкових платежів.

Лізинг є однією з форм фінансування капіталовкладень та універсальною формою угод, що здатна використовувати пільги в оподаткуванні, механізм страхування та преференцій. З цієї причини лізинг поширився практично в усіх промислово розвинутих країнах. На початку 90-х років XX століття від 10 до 30 % інвестицій у нові технології та обладнання на Заході здійснювались за допомогою лізингу, а в деяких галузях економіки цей показник був ще вищим [54, С.3-7]. Західні лізингові компанії вбачають у лізингу найбільш застраховану від сучасних економічних потрясінь альтернативну форму кредитування підприємств. Така ситуація виникає через те, що при купівлі необхідного обладнання за власні кошти підприємство не може віднести вартість придбання обладнання до валових витрат, тобто для цього необхідно залучити прибуток підприємства [55]. При цьому купівля необхідного підприємству устаткування вимагає великого одночасного відволікання коштів. У випадку, коли підприємство придбало устаткування за кордоном, то за нього необхідно ще й сплатити ПДВ [56] при ввезенні та ввізне мито.

При придбанні устаткування за допомогою банківського кредиту підприємство, поряд із великими податковими платежами, зазнає додаткових

витрат, які пов'язані зі сплатою відсотків. Відповідно до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємства” “...не включаються у валові витрати кошти або майно, надані платнику податків у зв'язку з поверненням основної суми кредиту іншим особам – кредиторам...”, тобто погашення кредиту не буде відноситися до валових витрат, а здійснюватиметься за рахунок прибутку. До валових витрат будуть відноситися лише витрати, які пов'язані з виплатою або нарахуванням відсотків за борговими зобов'язаннями [55].

З економічної точки зору лізинг – це товарний кредит у вигляді основних засобів, наданий реципієнту у формі переданого йому в користування майна.

Проте, при товарному кредитуванні отримувач одночасно з товаром отримує і право власності з відстрочкою оплати споживчої вартості товару. При лізингу – право власності залишається за лізингодавцем до повної оплати об'єкта отримувачем.

У господарській діяльності вітчизняних підприємств застосовуються два види лізингу – фінансовий та оперативний.

Фінансовий лізинг – це господарська операція, яка передбачає придбання орендодавцем за замовленням орендаря основних засобів з подальшою передачею їх у користування орендаря на термін, що не перевищує періоду повної їх амортизації з обов'язковою наступною передачею орендарю права власності на ці основні засоби.

Переваги фінансового лізингу наступні:

- задовольняє потребу в довготерміновому позиковому капіталі;
- автоматично формує забезпечення зобов'язань з погашення кредиту, що знижує вартість залучення;
- забезпечує покриття “податковим щитом” всієї суми позиченого капіталом шляхом зменшення розміру оподатковуваного прибутку на суму амортизаційних відрахувань;
- забезпечує використання різних форм платежів, пов'язаних із виконання зобов'язань;
- забезпечує більшу гнучкість у термінах оплати платежів;

- характеризується більшою простотою оформлення в порівнянні з банківським кредитуванням.

Оперативний лізинг – це такий вид фінансування, при якому передбачена передача орендарю права користування основними засобами на термін, що не перевищує терміну їх повної амортизації, з обов'язковим поверненням таких основних засобів їх власнику після закінчення терміну дії лізингової угоди. Основні засоби, які передані в оперативний лізинг, залишаються у складі основних засобів орендодавця.

У практичній діяльності досить важко оцінити фінансовий стан підприємств, які використовують різноманітні методи фінансування, включаючи лізинг. У звіті, який був опублікований FASB (США) в 1981 році, зазначалось, що більше 40 % аналітиків дотримуються думки, що компанія, яка не капіталізує лізинг, отримує більший прибуток, ніж та, яка капіталізує [57, С.173]. Такий стан викликаний тим, що, по-перше, орендні платежі, амортизаційні виплати по погашенню основної суми боргу та амортизаційні витрати при фінансовому лізингу значно знижують розмір чистого прибутку, що припадає на одну акцію, ніж орендні платежі з операційного лізингу. Другою перевагою використання даного виду фінансування є те, що об'єкт лізингу відображається на позабалансовому рахунку на відміну від об'єкта фінансового лізингу, який включається до складу активу балансу, та одночасно збільшує зобов'язання підприємства, що відображається на показниках фінансової залежності [58, С.8].

Доходи майбутніх періодів – це зобов'язання щодо повернення коштів, якщо не будуть виконані умови угоди. До їх складу включають суми доходів, нарахованих протягом поточного або попередніх звітних періодів, які будуть визнані лише в наступних звітних періодах.

Доходи майбутніх періодів є тимчасовим джерелом формування капіталу та іноді служать засобом для вирівнювання доходу протягом декількох років.

Одним із способів фінансування підприємницької діяльності є здійснення діяльності на давальницькій сировині – толлінг. У такому разі постачальник

надає підприємству матеріали безкоштовно. Після обробки готова продукція передається назад постачальнику, а підприємство отримує оплату у вигляді грошових коштів або частки готової продукції. Толлінг відноситься до позабалансових джерел фінансування діяльності підприємства.

Використання цього джерела для формування капіталу заборонене для підприємств державної форми власності спиртової промисловості.

Забезпечення наступних витрат і платежів – це створені у звітному періоді резерви майбутніх витрат і платежів (витрати на оплату майбутніх відпусток, гарантійні зобов'язання тощо), величина яких на дату складання балансу може бути визначена лише шляхом попередніх (прогнозних) оцінок, а також залишки коштів цільового фінансування і цільових надходжень, що отримані з бюджету та інших джерел.

Національний стандарт бухгалтерського обліку № 11 “Зобов'язання” визначає забезпечення як різновид зобов'язань, і зазначає, що вони “... можуть створюватися для відшкодування наступних (майбутніх) витрат на:

- виплати відпусток працівникам;
- додаткове пенсійне забезпечення;
- виконання гарантійних зобов'язань;
- реструктуризацію;
- виконання зобов'язань щодо обтяжливих контрактів” [59].

Суму коштів цільового фінансування, умови якого ще не виконані, також відносять до розряду зобов'язань.

Кошти цільового фінансування, умови якого виконані, відносять на збільшення нерозподіленого прибутку по залишку коштів цільового фінансування на початок року та на збільшення доходу звітного періоду пропорційно до виконання умов фінансування. Таким чином, цей вид капіталу із позиченого перетворюється у власний.

При здійсненні капітальних вкладень кошти цільового фінансування, умови якого виконані, переносяться до складу доходів майбутніх періодів.

Класифікація капіталу в аспектах джерел формування, терміну

використання та права власності на нього подано на рис Б.1, Б.2, Б.3. (додаток Б).

За періодом використання виділяють довготерміновий та короткотерміновий види капіталу. Розмежування капіталу за даною ознакою пов'язане із терміном його використання відповідно понад один рік та до одного року.

За джерелами утворення капіталу відносно підприємства, виділяють внутрішній та зовнішній капітал.

За походженням капітал поділяється на вітчизняний та іноземний.

За формами власності капітал поділяється на приватний, колективний, державний. Ця класифікація використовується насамперед при формуванні статутного капіталу та служить основою для класифікації підприємств за формами власності.

За організаційно-правовими формами капітал поділяють на акціонерний, пайовий, індивідуальний. Такий поділ капіталу відповідає узагальненій класифікації підприємства за організаційно-правовими формами діяльності.

За формою розміщення в активах капітал поділяється на основний та оборотний. Метою цього поділу є визначення частин капіталу, що спрямовується на фінансування відповідно необоротних та оборотних активів.

За напрямками розміщення капітал поділяється на працюючий та непрацюючий. Класичну функцію капіталу збільшення вартості та продукування доходу виконує лише працюючий капітал. Непрацюючий капітал – це капітал вилучений з обігу. В ньому слід виділити капітал спрямований до резервних та страхових фондів, що формуються в обов'язковому порядку та „мертвий капітал”, що виник внаслідок нераціональних та непродуманих управлінських рішень та не виконав свою основну мету – створення доходу.

За натурально-речовою формою капітал поділяється на капітал у грошовій, фінансовій, матеріальній та нематеріальній формах. Вкладення капіталу в таких формах дозволено законодавством України.

Капітал, який формується підприємством, вкладається у виробничий

потенціал, розподіляється в активах підприємства та змінює форму свого вияву на іншу (товарно-матеріальні цінності, засоби в розрахунках та інші). Таким чином, відбувається його видозміна відповідно до потреб виробництва на матеріальну форму з наступним перетворенням знову в грошову форму, тобто актив балансу підприємства відображає стан капіталу за натурально-речовою формою його вияву.

1.3. Структурно-логічна схема методики проведення аналізу формування капіталу підприємства

Потоки капіталу, методи та прийоми впливу на нього, створюють єдиний фінансовий механізм управління діяльністю підприємства. Фінансовий механізм підприємства через контроль за рухом капіталу дозволяє реагувати на мінливі умови господарської діяльності й управляти діяльністю підприємства за допомогою проведення адекватної фінансової політики.

Капітал є матеріальною субстанцією відносин, що виникають з приводу його формування та використання. Тому розуміння суті капіталу значною мірою залежить від визначення економічних відносин, що виникають в результаті його руху.

Фінанси підприємств являють собою сукупність економічних відносин, що виникають у реальному грошовому обороті з приводу формування, розподілу та використання капіталу [60, С.107].

Західні економісти підкреслюють, що фінанси підприємства є наріжним каменем розвитку системи підприємництва. За допомогою фінансів можна стимулювати або стримувати розвиток підприємства. Ефективність його діяльності значною мірою залежатиме від системи управління фінансами. Таке розуміння обумовлює необхідність розвитку теоретичної основи фінансового управління, вдосконалення його організаційної структури та розподілу функцій.

Фінанси як система економічних відносин складаються об'єктивно. При цьому виникає потреба у свідомому управлінні ними, підкоренні певній меті,

врахуванні мотивації дій учасників. Управління капіталом, у свою чергу, є основною ланкою загальної системи управління підприємствам.

Зміни в економіці України, що пов'язані з переходом до ринкових засад господарювання, потребують нових способів і підходів до управління економічними процесами. Перш за все це стосується й управління процесом формування та використання капіталу підприємств. Тому в сучасних умовах зростає роль фінансового менеджменту як комплексу взаємопов'язаних управлінських рішень і заходів на різних рівнях управління капіталом.

Фінансовий менеджмент в нашій країні знаходиться на стадії становлення та об'єктивно зіштовхується з економічними труднощами періоду трансформації та недосконалістю нормативно-правової бази.

Якщо ще до недавнього часу увага приділялась вивченню шляхів управління виробничим капіталом, необоротними та оборотними активами як основою створення доходу, то з розширенням фінансової та інвестиційної діяльності, посиленням інформаційних процесів і під впливом концепції обмеженості ресурсів завдання управління капіталом суттєво змінилися. Головним його завданням на теперішньому етапі є пошук ефективних шляхів формування та використання капіталу, інвестування його в активи чи проекти, що приносять найвищі доходи за мінімального ризику.

Ретроспективний аналіз результатів діяльності вітчизняних підприємств свідчить, що погіршення їхнього стану значною мірою зумовлене відсутністю професійних навичок і системного підходу до управління капіталом [61, С.32]. Тому без глибокого розуміння джерел його створення та напрямків використання, а також змін, що виникають в процесі здійснення господарської діяльності, практично неможливо не тільки оцінити стан підприємства, але й ефективно управляти наявними коштами.

О.Василик відзначав, що "...найзначніші можливості щодо використання фінансів підприємств для розвитку економіки закладені в удосконаленні організації та управління на самих підприємницьких структурах. Адже управління капіталом безпосередньо на підприємствах має досить слабку

методичну й організаційну забезпеченість. В Україні немає досвіду управління фінансами підприємств на рівні виробничої структури в умовах ринку”[62, С.30].

Система управління будь-яким підприємством передусім спрямована на підвищення ефективності його роботи. Про ефективність роботи свідчитиме зростання доходів, або багатства власників, що в підсумку вплине на зростання обсягу власного капіталу суб’єкта господарювання [63, С.38; 24, С.70; 25, С.43]. Отже, управління капіталом підприємства – це система принципів, методів, засобів та форм організації фінансових відносин, яка спрямована на підвищення ефективності діяльності підприємства й пов’язана з сукупністю рішень щодо формування, використання та підтримання оптимальної структури капіталу.

Управлінські рішення щодо руху капіталу, що приймаються адміністрацією підприємства, призводять до певних змін в доходності та ризику інвестицій у підприємство, тобто змінюється конкурентна позиція підприємства на ринку капіталу. Підвищення доходності, зниження ризику та зростання внутрішнього грошового потоку підвищує ринкову вартість капіталу підприємства, що випускає підприємство, а, отже, покращує конкурентну позицію та покращує можливості доступу підприємства до ресурсів фінансового ринку.

При зайвих витратах і збитках навпаки погіршується конкурентна позиція та обмежуються можливості доступу підприємства до ресурсів фінансового ринку.

Прийняття фінансових рішень завжди передбачає досягнення певного компромісу між вимогами доходності, надійності та ліквідності капіталу підприємства.

Система управління капіталом охоплює відносини з приводу формування й використання капіталу та відповідно поділяється на дві підсистеми: управління активами та управління процесом формування капіталу.

Завдання управління капіталом полягають у прийнятті рішень щодо забезпечення майбутнього ефективного руху коштів, як зовнішніх, так і

внутрішніх.

Особливістю фінансів будь-якої економічної системи є те, що капітал - це матеріальний носій фінансових відносин, у зв'язку з цим застосування поняття "капітал" дає змогу точніше визначити об'єкт вивчення, а через нього – обґрунтовувати форми та методи впливу руху капіталу на весь процес відтворення. Тому організація фінансових відносин базується на формуванні та ефективному використанні капіталу підприємства.

Підґрунтям адекватних управлінських рішень щодо фінансування діяльності підприємства є результати аналізу формування та використання капіталу. Аналіз здійснюється з метою встановлення ефективності використання капіталу, що знаходиться в розпорядженні підприємства.

Основною метою управління капіталом є вироблення рішень, які встановлюють відповідність цілей, завдань господарської діяльності та фінансових можливостей їх реалізації.

Характерною особливістю капіталу є те, що як об'єкт фінансового управління, він виступає також об'єктом обліку та аналізу, а отже, існує тісний взаємозв'язок між управлінням капіталом, обліком і аналізом. Одночасно капітал, як специфічний об'єкт фінансових відносин, і є інструментом фінансового управління.

Фінансовий аналіз є складовою частиною фінансового менеджменту та базується на даних фінансової звітності та імовірних оцінках майбутніх фактів господарського життя. Беручи до уваги значення та роль капіталу в діяльності підприємства, його виділяють як важливий об'єкт аналізу.

На думку В.В. Ковальова [64, С.54] "фінансовий аналіз є методом оцінки та прогнозування фінансового стану підприємства на основі його бухгалтерської звітності". Такий аналіз може проводити і управлінський персонал даного підприємства, і будь-який зовнішній аналітик, оскільки він (аналіз) базується на загальнодоступній інформації.

Проте, в економічній літературі існують й інші підходи до розуміння суті фінансового аналізу. Наприклад, М.Я.Коробов [65, С.16-17] вважає, що

економічний аналіз діяльності підприємств "нефінансовим" бути не може, тому доцільно говорити про фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств. На його думку, під "фінансово-економічним аналізом діяльності підприємств слід розуміти комплексне вивчення їх функціонування з метою об'єктивної оцінки досягнутих результатів і виявлення шляхів подальшого підвищення прибутковості (рентабельності) при забезпеченні безпечного рівня ліквідності". Таке тлумачення суті фінансово-економічного аналізу визначає предмет і зміст даної економічної дисципліни.

На думку М.Я. Коробова, для розкриття предмету фінансово-економічного аналізу, визначення його завдань в умовах розвитку ринкових засад в економіці треба правильно розуміти сам термін "фінансово-господарська діяльність". "Під фінансово-господарською діяльністю у ринковій економіці розуміють діяльність, спрямовану на раціональне використання власного та позиченого капіталу з максимальним ефектом (який виражається рівнем прибутковості, рентабельності) від управління всіма господарськими процесами у руслі такого спрямування" [65].

І.Т. Балабанов [66, С.5] вважає, що "фінансовий аналіз - це метод оцінки ретроспективного (того, що було у минулому) і перспективного (того, що буде у майбутньому) фінансового стану господарського суб'єкта на основі вивчення залежності й динаміки показників фінансової інформації. Одночасно фінансовий аналіз є основною частиною фінансового планування".

На його думку, в ринковій економіці роль фінансового аналізу не тільки посилилась, а й якісно змінилась. Це пов'язане, насамперед, з тим, що фінансовий аналіз із рядової частини економічного аналізу перетворився в умовах ринку в головний метод оцінки всього господарського механізму, тобто, фінансовий аналіз з придатка економічного аналізу перетворився в комплексний аналіз всієї господарської діяльності будь-якої галузі, регіону, господарського об'єкту, індивідуального підприємства.

Фінансовий аналіз представляє собою спосіб накопичення, трансформації та використання фінансової інформації. Його метою є оцінка поточного та

перспективного фінансового стану підприємства, можливих та доцільних темпів росту підприємства, виявлення доступних джерел капіталу та можливість й доцільність їх мобілізації, прогнозування місця підприємства на ринку капіталів [67, С.32].

Фінансовий аналіз, як складова частина фінансового менеджменту, покликаний допомогти у розробці альтернативних деталізованих розписів дій на наступний період для впровадження встановленої стратегії розвитку за умов невизначеності зовнішнього середовища.

Головною його метою є ідентифікація та оцінка внутрішніх проблем підприємства з метою забезпечення підготовки, обґрунтування та прийняття управлінських рішень, у тому числі визначення меж та напрямків розвитку підприємства, виходу із кризових ситуацій, придбання та продажу бізнесу та його часток, залучення інвестицій та позик у вигляді власного та позиченого капіталу.

На нашу думку, фінансовий аналіз покликаний оцінити існуючий фінансовий стан, забезпечити оптимізацію джерел формування капіталу, виявити невикористані можливості його зростання та спрогнозувати фінансовий стан підприємства.

Фінансовий аналіз є складовою фінансового управління, метою якого є забезпечення економічного обґрунтування управлінських рішень у сфері руху капіталу. Головним об'єктом його дослідження виступає капітал підприємства.

Відповідно до поділу сфер управління капіталом підприємства аналіз стану та руху капіталу можна поділити відповідно на аналіз формування та аналіз використання капіталу.

Особливістю вітчизняної практики фінансового аналізу є розробленість методики аналізу використання капіталу, та, майже повна відсутність напрацювань у сфері формування капіталу. Відсутня й систематизована методика аналізу формування капіталу. Такий стан розвитку є логічно зумовлений попереднім існуванням централізованої планової економіки в нашій державі. Властиве цьому типу економіки тотальне планування,

лімітування та розподіл ресурсів носили централізований характер, що й зумовило розвиток аналізу використання фінансових ресурсів як засобу обґрунтування рішень щодо використання наданих ресурсів. Свобода у виборі джерел фінансування діяльності підприємства була досить обмеженою.

Виникнення та розвиток підприємств недержавних форм власності, посилення конкуренції між ними, зростання потреби в залученні обмежених ресурсів фінансового ринку суб'єктами господарювання зумовили необхідність розвитку аналізу формування капіталу. Необхідно відзначити, що спроби заповнити цю нішу були вже зроблені Дадашевим Б.Л., Зуділіним А.П., Казакевичем В.П., Кравченко С.А., Крейніною М.Н., Костирко Л.А., Негашевим Е.В., Русак В.А., Русак Н.А., Шереметом А.Д. та іншими вченими.

Застосування аналізу формування капіталу дозволяє визначити напрямки розміщення коштів, ступінь залежності підприємства від кредиторів, ефективність використання капіталу та забезпечити підтримання необхідного рівня ліквідності та платоспроможності суб'єкта господарювання.

Вимога здійснення ефективної діяльності та досягнення стратегічних цілей ставить перед керівництвом підприємства завдання розробки та впровадження чітких управлінських рішень й планування фінансових потреб, вибору адекватних методів фінансування, встановлення критеріїв оцінки рішень, тобто здійснення грамотного фінансового менеджменту.

Управління господарською діяльністю базується на встановленні контролю за рухом капіталу і є важливим засобом здійснення стратегії розвитку підприємства.

Результати аналізу формування капіталу є основою для проведення науково обґрунтованого фінансового планування.

Кінцевою метою проведення аналізу формування капіталу є оцінка його руху, що є необхідною умовою для здійснення ефективної господарської діяльності, та визначення адекватності вибору шляхів її фінансування.

Наслідком проведення аналізу капіталу є визначення відповідності обраних форм фінансування та напрямків розміщення коштів стратегічним

цілям підприємства. Отримані результати служать підґрунтям для здійснення якісного оперативного управління, фінансового планування та контролю.

Управління капіталом суб'єктів господарювання тісно пов'язане із прийняттям управлінських рішень, оскільки його величина та динаміка є важливими критеріями при встановленні їх оптимальності. На всіх стадіях розвитку підприємства, від моменту його створення до ліквідації або реорганізації, капітал завжди виступає необхідним атрибутом діяльності.

Формування капіталу підприємства – процес, який слід розглядати із двох позицій: з точки зору інвестора та самого підприємства. З позиції інвестора для визначення ефективності вкладення ресурсів у підприємство цілком достатньо оцінити термін повернення вкладених коштів та суми доходів від вкладених інвестицій. Однак, з позиції підприємства, для вивчення рівня відтворення капіталу застосування фінансових методів недостатньо. Тому необхідно застосувати комплексні методики аналізу формування капіталу.

Останнім часом на практиці переважає вузько направлений підхід до аналізу капіталу, який пов'язується з вирішенням завдань щодо управління окремими його видами. Тому питанням формування та ефективного використання капіталу в практиці фінансового та управлінського аналізу не приділено достатньої уваги.

Методика аналізу формування капіталу повинна відповідати основоположним принципам аналітичних досліджень – системності та комплексності.

У літературі існує безліч точок зору на питання системності та комплексності (див. табл.1.1).

Професор А.Д.Шеремет виділяє шість основних етапів проведення системного аналізу:

1. Подання досліджуваного об'єкта як системи з визначенням цілей та умов її функціонування.
2. Розробка системи аналітичних і синтетичних показників.
3. Схематичне зображення системи.

4. Проведення класифікації факторів і показників, визначення взаємозв'язків між ними.
5. Формування моделі системи на основі попередніх етапів.
6. Проведення дослідження з використанням розробленої моделі.

Таблиця 1.1

Підходи до визначення системності та комплексності

Автор	Визначення
1	2
Хан Д.	Під системою “...розуміється впорядкована сукупність елементів, між якими існують певні взаємозв'язки” [68, С.14].
Лопатніков Л.И.	“Система — множина елементів, які знаходяться у відносинах та зв'язках один з одним, яка утворює визначену цілісність, єдність, модель” [69, С.249]. Системний аналіз — це: 1) наукова дисципліна, яка розробляє загальні принципи дослідження складних об'єктів з урахуванням їх системного характеру; 2) методологія дослідження об'єктів шляхом представлення їх як систем та аналізу цих систем [69, С.253].
Саркісян С.А., Ахундов В.М., Минаєв Е.С.	“Система — це ... визначена в часі та просторі множина елементів з відомим властивостями та з упорядкованими зв'язками між елементами та властивостями, які орієнтовані на виконання головних завдань даної сукупності” [70, С.38].
Погостінська Н.М., Погостінський Ю.А.	„Система – це сукупність елементів і відносин, які закономірно пов'язані в єдине ціле. Вона володіє властивостями, які є відсутніми у елементів та відносин, що її утворюють” [71, С.13]. „Комплексна оцінка господарської діяльності – це підсумок комплексного дослідження – цілеспрямованого, одночасного та узгодженого вивчення сукупності показників, які відображають усі чи багато аспектів господарських процесів, та містить узагальнюючі висновки про результати діяльності підприємства, відображає якісні й кількісні відмінності досягнень даного об'єкту за визначений період часу від бази порівняння” [71, С.14].

Продовження таблиці 1.1

Шкарабан С.І., Федорович Р.В.	„Системність аналітичного дослідження впливає з розгляду кожного господарського об’єкту як частини економічної системи більш високого порядку, а підсумків його діяльності – як наслідок складної взаємодії внутрішніх і зовнішніх причин” [72, С.19]. „Комплексність аналізу виявляється у розгляді підсумків діяльності та рівня її ефективності як результату взаємодії різних факторів, що її визначають.” [72, С.20].
Шеремет А.Д.	„Комплексний економічний аналіз передбачає також системне вивчення економіки підприємства, взаємний зв’язок та зумовленість окремих напрямків аналізу його діяльності, показників та факторів виробництва, комплексне виявлення резервів як за окремими аналітичними показниками, так і за найбільш загальним показником виробництва” [73, С.7].

При вивченні економічної категорії капіталу, багатогранність якої виявляється в системі показників, об’єктивно необхідним є комплексний системний підхід до проведення аналізу капіталу.

Системність аналізу капіталу обумовлюється взаємним зв’язком та залежністю елементів цієї системи. У свою чергу, система аналізу капіталу є складовою частиною системи комплексного економічного аналізу діяльності підприємства. Комплексний підхід до аналізу капіталу визначений потребою дослідження його складових частин та властивостей.

Аналіз капіталу повинен включати два основних аспекти, властивих будь-якому системному вивченню: вивчення процесу формування капіталу (генетична складова) та вивчення процесу його використання (функціональна складова) (рис.1.1).

Вивчення процесу формування капіталу здійснюється шляхом оцінки та детального дослідження всієї сукупності джерел утворення капіталу підприємства, визначення структури та інших якісних показників формування капіталу і визначення його вартості.

Вивчення процесу використання капіталу спрямоване, насамперед, на дослідження активів підприємства, їх структури та інших показників, що їх характеризують.

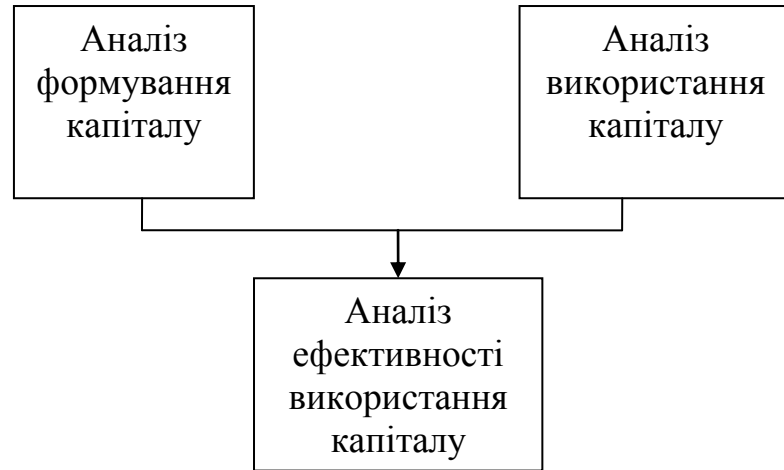


Рис. 1.1. Укрупнена схема аналізу капіталу

Особливе місце в системі аналізу капіталу займає підсистема аналізу ефективності використання капіталу.

Оскільки підходи до проведення аналізу капіталу досить різняться, а метою роботи є дослідження аспекту його формування, тому основним завданням буде дослідження та систематизація основних методик з метою визначення напрямків удосконалення аналізу капіталу.

При проведенні комплексного системного аналізу капіталу підприємства досить важливим є дотримання послідовності проведення аналізу, що пов'язане насамперед з послідовністю стадій його обороту. Тому навряд чи можна погодитись із запропонованими методиками аналізу, що починаються з оцінки активів, а потім - з джерел його утворення [74, С.39].

Слід також відзначити, що в даний час на практиці не забезпечується комплексність проведення аналізу капіталу на підприємстві внаслідок практичної відсутності відповідних методик.

Результати вивчення літературних джерел свідчать про існування обмежень методик аналізу формування капіталу загальною оцінкою стану,

структури джерел формування капіталу, фінансової стійкості без видимого зв'язку з іншими елементами системи аналізу.

Методика аналізу формування капіталу, що пропонується вітчизняними авторами подана в таблиці 1.2.

Запропоновані підходи є майже ідентичними за порядком та являють собою лише оцінку фінансового стану, що є окремим етапом аналізу формування капіталу. Використання таких методик не має суттєвої цінності для управління підприємством, оскільки використання їх, на нашу думку, дає можливість лише констатувати генетичне походження капіталу.

З наведених вище методик найбільш змістовною слід вважати методику, запропоновану професором І.Д.Фаріоном та Т.Д.Захарків. Такий підхід є найбільш цінним, оскільки найближче стоїть до задоволення потреб управління щодо прогнозування можливих варіантів розвитку подій в умовах невизначеності.

Розглянуті підходи до розуміння суті капіталу дозволяють зробити висновок, що метою аналізу формування капіталу є вивчення стану та структури аналізованого об'єкту, тобто визначення джерел формування, оцінка виявлених у них змін з позиції впливу на фінансовий стан і ліквідність підприємства та обґрунтування управлінських рішень у сфері фінансування його господарської діяльності.

Перед аналізом формування капіталу висувуються завдання, які дозволяють конкретизувати мету аналізу з урахуванням організаційних, інформаційних, технічних і методичних можливостей його проведення. Це:

- обґрунтування величини капіталу, що знаходиться в розпорядженні підприємства;
- оцінка забезпеченості підприємства оборотним капіталом для здійснення основної діяльності;
- вивчення структури капіталу та напрямків його використання;
- вивчення середньозваженої вартості капіталу, що використовується підприємством, та впливу чинників, що її визначають;

Таблиця 1.2

Існуючі методики аналізу формування капіталу

Автор	Порядок проведення аналізу формування капіталу
1	2
Івахненко В.М. [75]	Загальна оцінка фінансового стану підприємства
Федорович Р.В., Загородна О.М., Серединська В.М. [76]	Загальна оцінка джерел фінансування підприємства Аналіз власного капіталу підприємства Аналіз позиченого капіталу підприємства Оцінка вартості окремих елементів власного капіталу підприємства Оцінка середньозваженої вартості капіталу підприємства Оптимізація структури капіталу підприємства
Калина А.В, Конєва М.І., Яценко В.О [77]	Аналіз динаміки та структури джерел капіталу Аналіз кредиторської заборгованості
Тарасенко Н.В. [78]	Аналіз структури джерел формування капіталу підприємства Оцінка показників ринкової стійкості підприємства Аналіз джерел формування власного капіталу Аналіз власного оборотного капіталу Аналіз структури позикового капіталу Аналіз платоспроможності та прогноз фінансового стану (можливості банкрутства)
Мец В.О. [79-80]	Аналіз джерел утворення майна підприємства Аналіз ліквідності та платоспроможності Аналіз фінансової стабільності Аналіз використання власного та позикового капіталу
Попович П.Я. [81]	Аналіз структури пасивів Аналіз фінансової стійкості Аналіз платоспроможності та ліквідності Аналіз забезпеченості запасів джерелами їх формування.
Фаріон І.Д., Захарків Т.Д. [67]	Аналіз фінансового стану та рентабельності Аналіз потреби фірми в фінансуванні Аналіз ризику Визначення потреби у фінансуванні

- визначення оптимальної структури капіталу, що використовується підприємством;
- обґрунтування потреби в капіталі в майбутніх періодах.

Оскільки напрямки проведення аналітичного дослідження визначаються його метою, аналіз формування капіталу рекомендуємо проводити за наступними напрямками (рис.1.2):



Рис.1.2. Укрупнена схема аналізу формування капіталу підприємства

Такий порядок проведення дослідження, на нашу думку, визначений потребою управління в його результатах та їх прикладним значенням.

З вищенаведеного, автор пропонує аналіз формування капіталу підприємства здійснювати у такій послідовності (рис. 1.3):

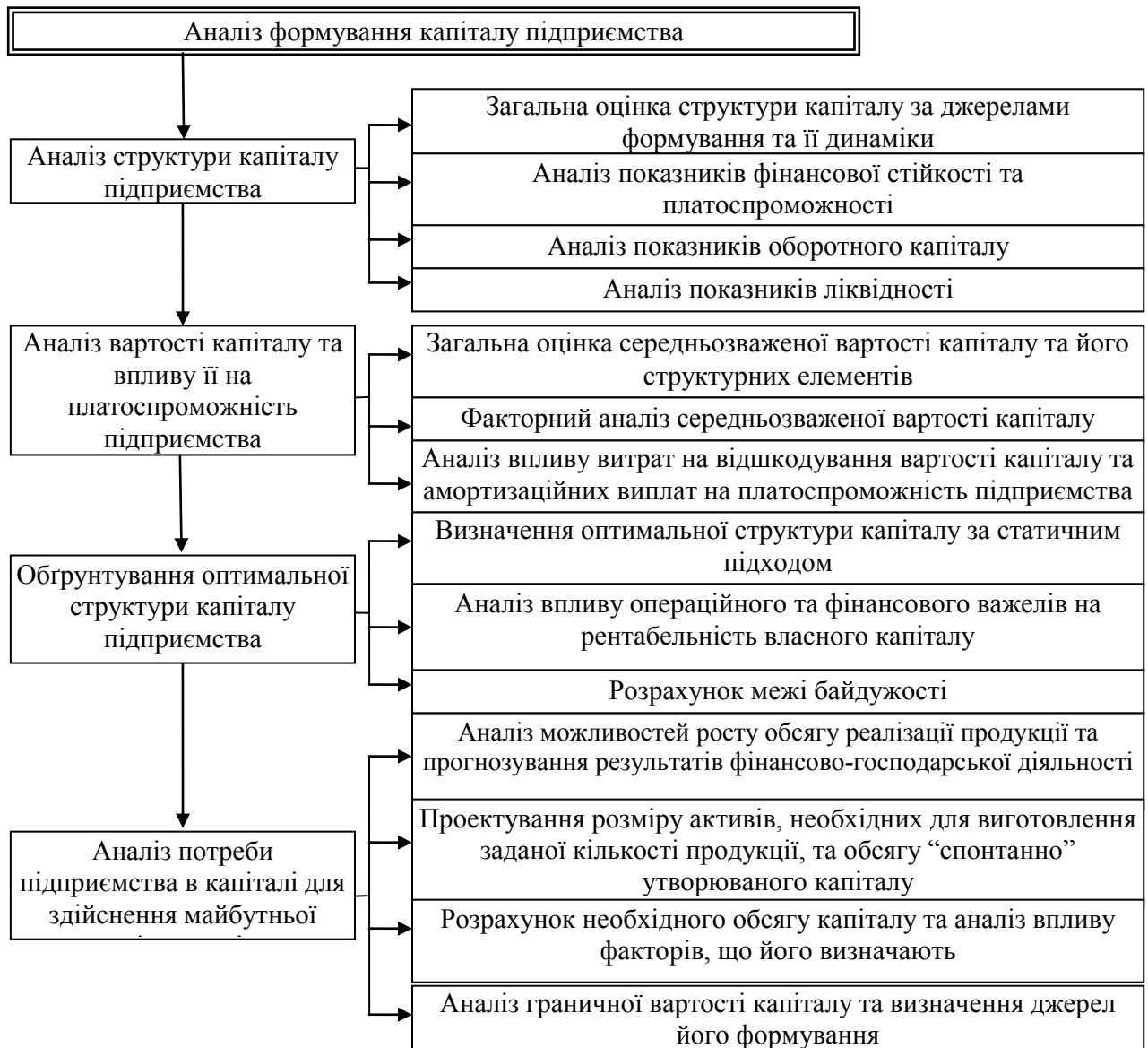


Рис.1.3. Структурно-логічна схема аналізу формування капіталу підприємства

Ступінь обґрунтованості визначеної структурно-логічної схеми дослідження процесу формування капіталу підприємства може бути визначений лише шляхом практичного застосування запропонованої аналітичної методики.

Таким чином, з'ясувавши теоретичні аспекти методики аналізу формування капіталу, перейдемо до практичного застосування згаданої методики на прикладі конкретних підприємств.

Висновки до розділу 1

1. Проведені дослідження суті капіталу показали багатогранність даної економічної категорії. Однак потреба розробки методики аналізу вимагає

чіткого розуміння терміну “капітал підприємства”.

З урахуванням існуючих підходів до визначення “капітал підприємства”, поданих в економічній літературі, та характерних ознак, слід уточнити дефініцію наступним чином: “Капітал підприємства – це сукупність економічних благ у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, які залучаються в економічний процес діяльності суб’єкта господарювання з метою їх відтворення та отримання доходу.

З цієї позиції пропонуємо виключити із складу джерел формування фінансових ресурсів амортизаційні відрахування та вважати їх вивільненням раніше вкладених коштів.

2. Ретроспективний аналіз вітчизняної літератури свідчить про панування хибного підходу до розуміння суті пасиву балансу. Автор вважає, що не обґрунтованим є ототожнення джерел утворення капіталу із самим капіталом. Необґрунтованою залишається будова балансу, що пояснюється перенесенням його старої форми без адаптації до нового змісту та дотримання мети складання фінансових звітів без урахування інтересів користувачів інформації. Права сторона двостороннього балансу підприємства повинна відповідати своєму первісному призначенню — відображати джерела утворення капіталу, тому рекомендовано представляти пасиву балансу у наступній послідовності: поточні зобов’язання; довгострокові зобов’язання; зобов’язання з цільового фінансування; резерви та забезпечення наступних витрат та платежів; внутрішні джерела формування капіталу; капітал учасників (власників).

3. Як свідчать результати проведеного дослідження, на сьогоднішній день у вітчизняній практиці відсутня систематизована методика аналізу формування капіталу, це зумовлене попереднім існуванням планової економіки та властивим їй процесом централізованого розподілу ресурсів.

Оскільки метою здійснення аналізу формування капіталу є оцінка його стану та руху як необхідної умови ефективного здійснення господарської діяльності, а також оцінка доцільності вибору шляхів її фінансування, тому напрямки дослідження процесу формування капіталу слід визначати відповідно

до мети аналізу, потреб управління в отриманих результатах та визначати, на нашу думку, наступним чином: аналіз структури капіталу підприємства, оцінка показників платоспроможності, фінансової стійкості та ліквідності; аналіз вартості капіталу та її впливу на платоспроможність підприємства; обґрунтування оптимальної структури капіталу підприємства; аналіз потреби в капіталі для здійснення майбутньої діяльності підприємства.

РОЗДІЛ 2

МЕТОДОЛОГІЧНІ АСПЕКТИ АНАЛІЗУ ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

2.1. Аналіз структури капіталу підприємства

Складність і різноманітність зовнішніх і внутрішніх фінансових відносин, посилення конкуренції на фінансових і товарних ринках визначають необхідність ефективного управління капіталом на мікрорівні з урахуванням досвіду та тенденцій розвитку світового та вітчизняного бізнесу.

Як уже було зазначено нами (§ 1.2.), аналіз є основним інструментом дослідження ефективності формування та використання капіталу підприємства, а його результати служать підґрунтям для фінансового управління.

Невідповідність розподілу управлінських функцій та віднесення питань, що стосуються руху капіталу, до сфери фінансового планування, внаслідок сліпого копіювання західного підходу, привело до сповільнення трансформації економічного механізму відповідно до вимог ринку. Така ситуація викликана тим, що до сфери бухгалтерського обліку в західних країнах прийнято відносити не лише процес здійснення обліку, що властиве вітчизняній практиці, але й аналіз інформації для реалізації функцій обліку щодо підготовки, обробки інформації і виявлення тенденцій та аналізу ефективності запропонованих альтернатив [82, С.3-31].

Н.А. Русак та В.А. Русак стверджують, що оскільки метою аналізу формування капіталу є оцінка фінансового ризику (ризiku неліквідності), то для досягнення цієї мети в процесі аналізу вивчаються джерела капіталу, його склад за видами, надійність, терміновість, структура, рівень самофінансування та інші питання [18, С.63].

Управління господарською діяльністю базується на встановленні контролю за рухом капіталу і є важливим засобом здійснення стратегії розвитку підприємства.

Аналіз стану джерел формування капіталу дозволяє оцінити джерела

фінансування наявних активів, що знаходяться у розпорядженні підприємства, а також дослідити на предмет оптимальності їх структуру. Результати аналізу є основою для обґрунтування потреби підприємства в капіталі та фінансового планування.

Під час проведення аналізу руху капіталу визначають відповідність обраних форм фінансування та напрямків розміщення коштів стратегічним цілям підприємства. Отримані результати є підґрунтям для здійснення якісного оперативного управління, фінансового планування та контролю.

Джерелами для оцінки формування капіталу є інформаційні масиви, що подані в фінансовій звітності підприємства, дані аналітичного та синтетичного обліку та інша доступна інформація.

Для оцінки фінансового стану підприємств у практиці вітчизняного фінансового аналізу використовуються наступні методики:

- Методика проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану неплатоспроможних підприємств та організацій, затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 27.06.1997 р. № 81 [83];
- Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 23.02.1998 р. № 22 [84];
- Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, затверджена Міністерством фінансів України, Фондом державного майна України від 26.01.2001 р. № 49/121 [85];
- Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства, затверджені Міністерством економіки України від 17.01.2001 р. №10;
- Положення про порядок формування та використання резерву для

відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків, затверджене постановою Правління Національного банку України від 06.07.2000 р. № 279 [86];

- Рекомендації щодо визначення фінансового стану позичальників, затверджені постановою Правління Національного банку України від 29.09.1997 р. № 323.

На першому етапі аналізу структури та динаміки джерел формування капіталу підприємства досліджуються обсяги, склад і динаміка капіталу за досліджуваний період, оцінюється співвідношення між джерелами власного та позиченого капіталу підприємства, визначається загальна сума додатково сформованого капіталу, виявляються та оцінюються зміни в напрямках їх розміщення.

Отримані результати дозволять побачити, які джерела фінансування діяльності використовує підприємство, наскільки фінансово ризиковою є така структура джерел формування капіталу для інвесторів і як це впливає на ефективність здійснення господарської діяльності.

Методи та прийоми, що при цьому використовуються, є традиційними і побудовані на застосуванні горизонтального, вертикального та коефіцієнтного видів аналізу.

Оцінка змін у складі статей активу та пасиву балансу за аналізований період дозволяє визначити вплив господарської діяльності на стан капіталу підприємства.

За твердженням ряду авторів, до джерел формування капіталу підприємства слід відносити збільшення обсягу заборгованості та власного капіталу, зменшення статей активу [87]. На нашу думку, зменшення в статтях активу не слід відносити до джерел формування нового капіталу, а вважати лише вивільненням раніше вкладених коштів.

До напрямків використання капіталу слід віднести збільшення статей активу, погашення зобов'язань або скорочення обсягу власних коштів.

Відповідно до визначених завдань аналізу стану та структури джерел

формування капіталу здійснюється вивчення даних фінансової звітності підприємств (додаток В).

Проведемо оцінку стану та руху капіталу на підприємствах спиртової галузі за аналізований період на основі даних, що згруповані в аналітичній таблиці в додатках Д та Е.

Показники поданих таблиць допомагають відобразити структуру джерел формування і напрямки використання капіталу та визначити зміни в них за аналізований період.

Враховуючи “моментальність” відображення подій у балансі, слід відзначити, що склад джерел формування та напрямків використання капіталу підприємства протягом звітного періоду може змінюватися. Для аналізу руху капіталу на Зарубинському, Борщівському, Козлівському, Хоростківському спиртових заводах доцільно використати таблиці додатку Ж, сформованого з даних додатків Д та Е. Результати проведених розрахунків подано в графічному вигляді на рис. 2.1, рис.2.2, рис.2.3.

Наведені дані рис.2.1 свідчать про те, що значна частка капіталу станом на 31.12.2003 р. була сформована за рахунок джерел утворення власного капіталу підприємств. Так, на Зарубинському спиртовому заводі питома вага джерел формування власного капіталу становила 69,09 % сукупного капіталу, на Борщівському — 81,7 %, Козлівському – 78,94 %, Хоростківському — 81,25 %. В складі джерел утворення власного капіталу слід виділити такі основні джерела фінансування діяльності підприємства: статутний капітал, нерозподілений прибуток та інший додатковий капітал.

На Зарубинському спиртовому заводі питома вага названих джерел формування власного капіталу відповідно склала – 54,96 %, 3,08 %, 11,05 %, на Борщівському – 46,47 %, 25,75 %, 9,48 %, на Козлівському – 57,75 %, 16,71 %, 4,48 %, на Хоростківському — 35,69 %, 39,65 %, 5,91 %.

У таблицях додатку Ж джерела утворення капіталу та напрямки його використання протягом аналізованого періоду подані в структурованому вигляді.

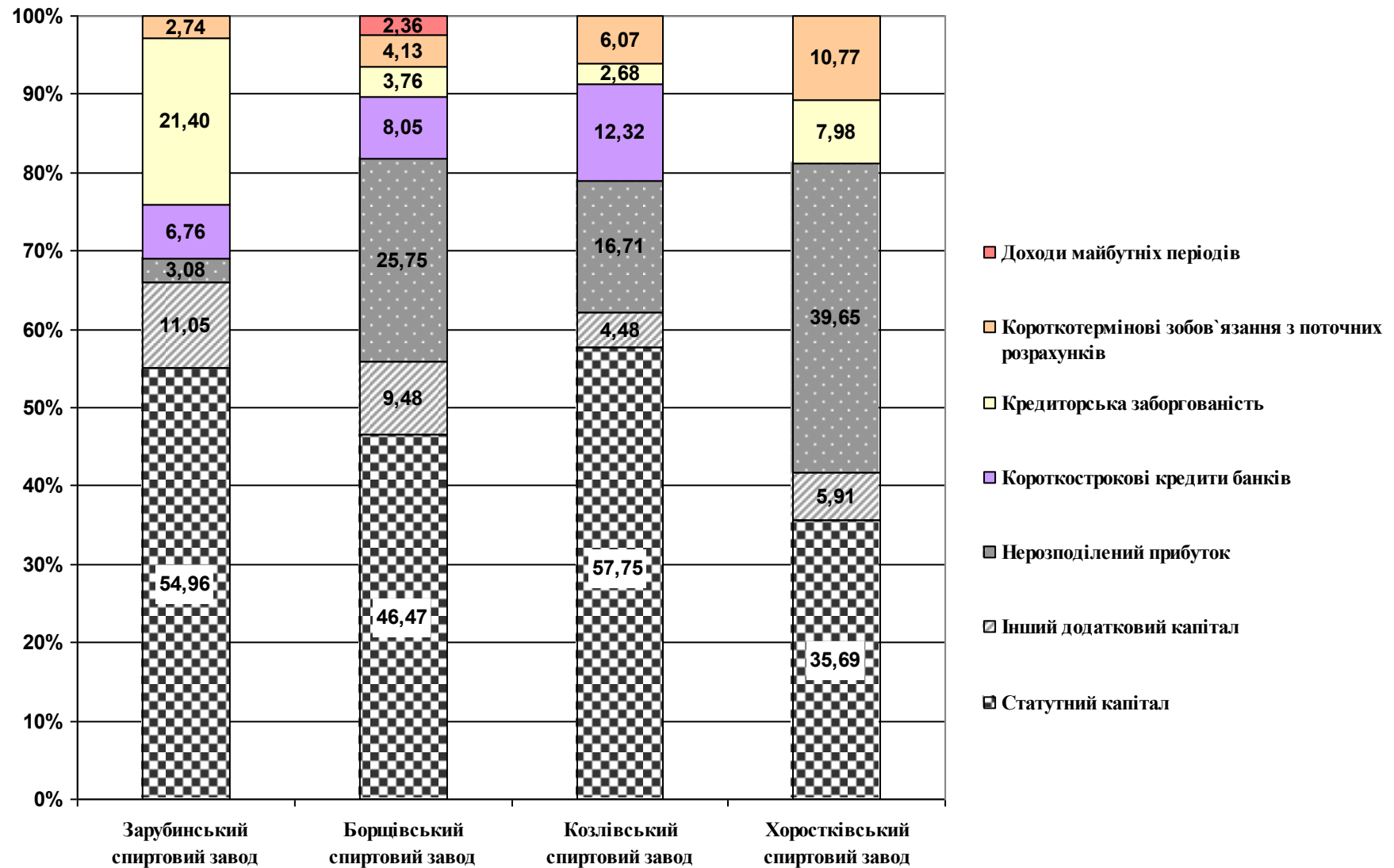


Рис.2.1. Структура джерел утворення капіталу підприємств спиртової промисловості Тернопільської області станом на 31.12.2003 року

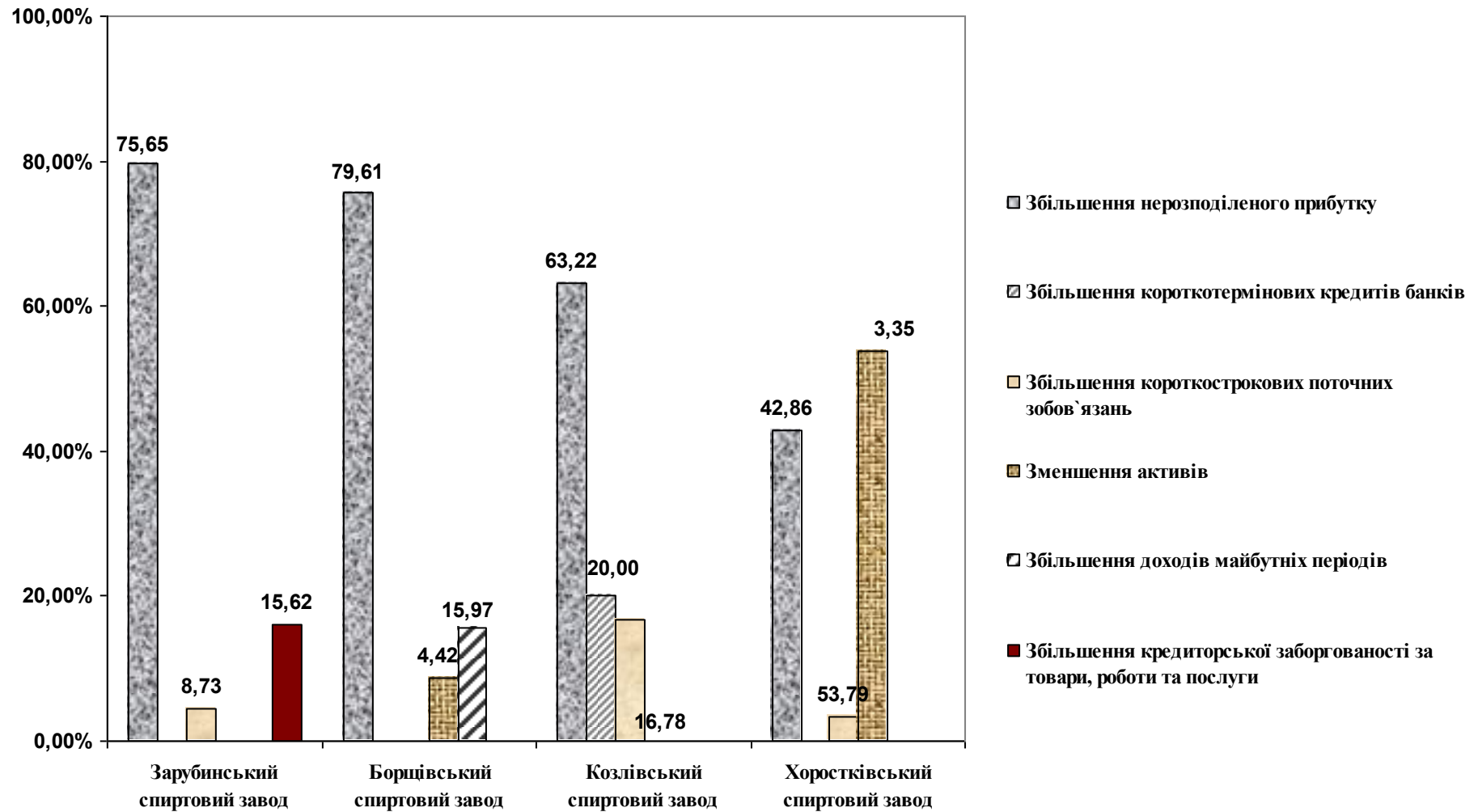


Рис. 2.2. Структура видів джерел формування капіталу спиртзаводів за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р.

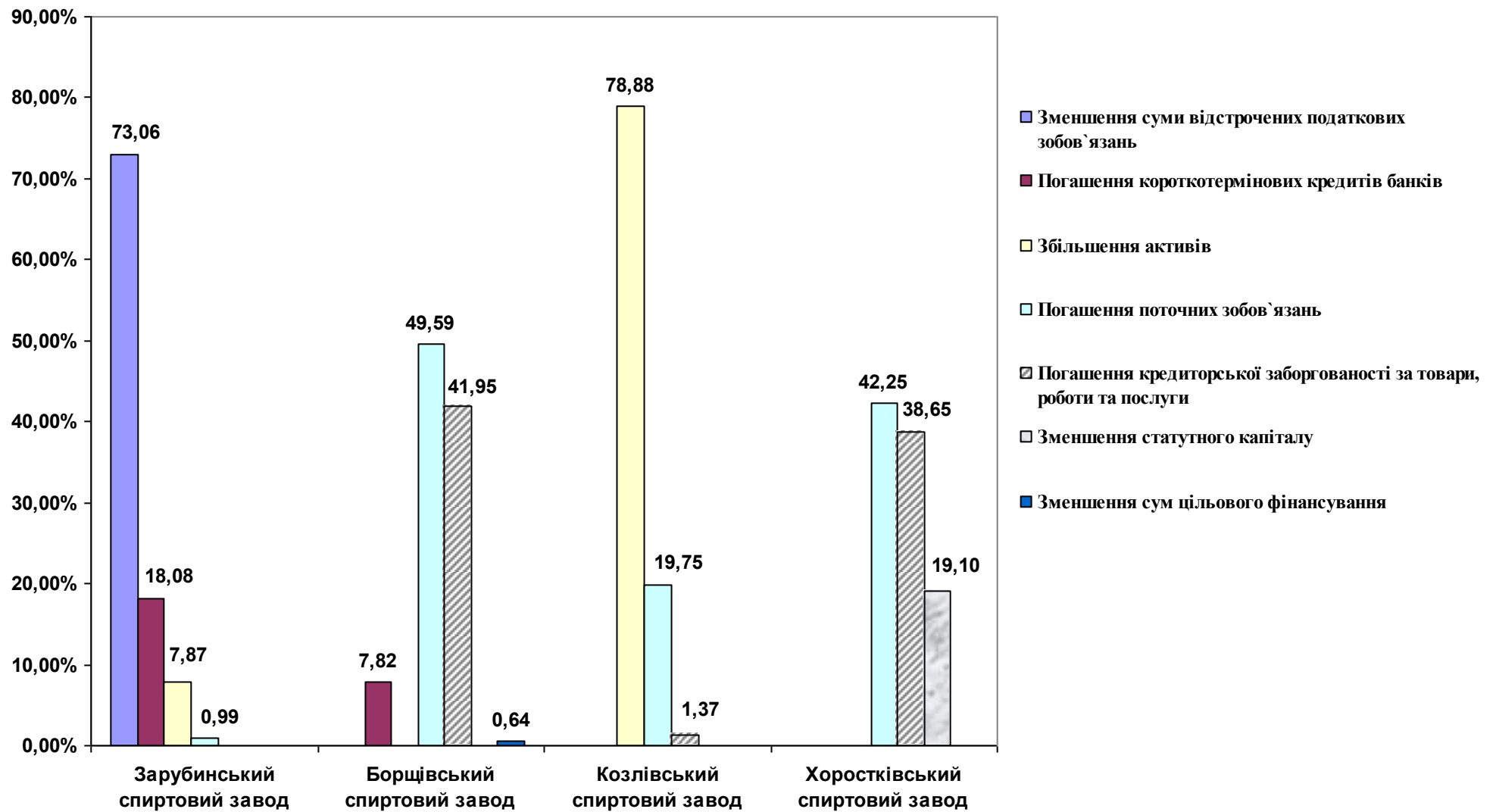


Рис.2.3. Напрямки використання капіталу на підприємствах спиртової промисловості Тернопільської області за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р.

Таке представлення статей дозволяє співставити джерела утворення капіталу з напрямками його використання та визначити, яким чином використовувались кошти. Детальні висновки про джерела утворення капіталу та їх вагу в фінансуванні діяльності підприємства можна зробити на основі даних таблиць додатку Ж, де вони згруповані за походженням, визначена їх структура та значимість. Графічне порівняння отриманих результатів подане на рис. 2.2, рис. 2.3, рис. 2.4.

Аналіз даних таблиць додатку З показує, що частка надходжень капіталу із зовнішніх та внутрішніх джерел на підприємствах коливається. Так, на Зарубинському спиртовому заводі частка капіталу із зовнішніх джерел становила 79,62%, а внутрішніх – 20,38%, на Борщівському – відповідно 84,38% та 15,62%, на Козлівському — 63,22% та 36,78%, на Хоростківському — 96,65% та 3,35%.

За абсолютним значенням серед джерел утворення капіталу на першому місці знаходиться збільшення нерозподіленого прибутку, далі – зменшення активів, збільшення короткотермінових кредитів банків, збільшення короткотермінових поточних зобов'язань, збільшення кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги та доходів майбутніх періодів.

Напрямки використання капіталу слід ранжувати в наступному порядку:

- збільшення активів підприємства;
- зменшення суми відстрочених податкових зобов'язань;
- погашення поточних зобов'язань;
- погашення кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги;
- зменшення статутного капіталу;
- погашення короткотермінових кредитів банків;
- зменшення сум цільового фінансування.

Співставлення джерел формування та напрямків використання капіталу показує, що в аналізованому році на Зарубинському спиртовому заводі значна частка капіталу, сформованого за рахунок прибутку та збільшення кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги, була спрямована

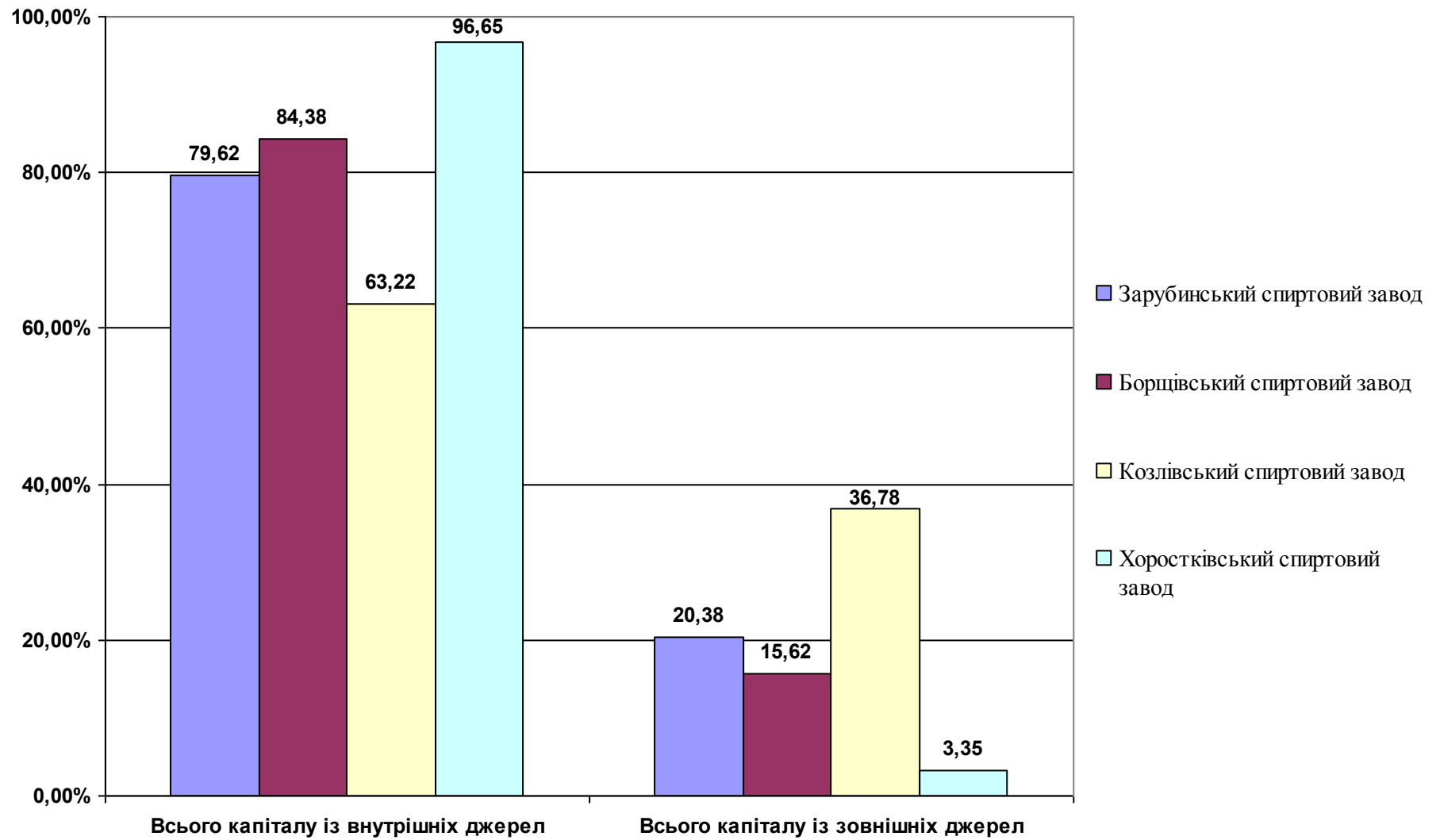


Рис.2.4. Структура джерел утворення капіталу підприємств спиртової промисловості Тернопільської промисловості станом 31.12.2003 р.

на погашення відстрочених податкових зобов'язань та короткотермінових кредитів банків (73,06 % і 18,08 % мобілізованого капіталу).

На Борщівському спиртовому заводі за рахунок одержаного прибутку та збільшення зобов'язань за використання капіталу у вигляді доходів майбутніх періодів були погашені короткотермінові зобов'язання з поточних розрахунків на суму 771,5 тис. грн. (49,59 % коштів мобілізованих у звітному періоді) та зобов'язання з кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги на суму 652,5 тис. грн. (41,95 %).

На Козлівському спиртовому заводі одержаний в аналізованому періоді прибуток та кошти, отримані за рахунок короткотермінових кредитів банків, були спрямовані на збільшення активів підприємства (78,88% мобілізованого капіталу).

На Хоростківському спиртовому заводі за рахунок отриманого прибутку та скорочення обсягу активів було профінансовано погашення зобов'язання з поточних розрахунків та кредиторської заборгованості (відповідно 42,25% і 38,65% мобілізованого капіталу).

Аналіз інформації, що подана в таблицях додатку 3, дозволяє оцінити додаткову суму коштів, які мобілізовані в господарський оборот. Беручи до уваги перерозподіл в статтях активу та пасиву балансу та використовуючи дані фінансової звітності, можемо стверджувати, що чим більшою є реальна сума капіталу, який надійшов в оборот підприємства, тим більшою буде сума коштів, спрямованих на вкладення в активи.

На Борщівському спиртовому заводі протягом звітного періоду було сформовано капітал на суму 1555,6 тис. грн., однак реально відбулося зменшення величини сукупного капіталу на 135,8 тис. грн. (додаток Д). Інша частина сформованих коштів розміром 1691,4 тис. грн. (1555,6 тис. грн. – (-135,8) тис. грн.) була спрямована на погашення заборгованості.

Аналогічною є ситуація на Зарубинському, Козлівському та Хоростківському спиртових заводах, де сума мобілізованого капіталу становила відповідно 2263,7 тис. грн., 2579,5 тис. грн. та 3491,4 тис. грн., а

його реальне збільшення (зменшення) відповідно 178,2 тис. грн., 2034,8 тис. грн. і -1877,7 тис. грн.

Аналіз джерел формування капіталу підприємства за пропонованою методикою дозволяє дати загальну оцінку джерелам утворення капіталу на підприємстві, простежити напрямки його розміщення, оцінити характер застосовуваних методів фінансування діяльності та інвестиційного процесу, зробити загальний висновок про вплив вибору джерел фінансування та напрямків розміщення коштів на фінансову стійкість та платоспроможність підприємства.

За умов ринкової економіки, коли господарська діяльність підприємства та його розвиток здійснюються за рахунок самофінансування, важливого значення набуває аналітична характеристика фінансової залежності підприємства від позиченого капіталу.

У практиці фінансового аналізу застосовується цілий ряд показників, що дозволяють оцінити ступінь заборгованості підприємства перед інвесторами, кредиторами та рівень платоспроможності підприємства.

Для поглиблення висновків про ступінь залежності підприємства від кредиторів доцільно провести аналіз динаміки показників, наведених нижче.

Коефіцієнт фінансової автономії – показник, який відображає питому вагу власного капіталу в обсязі всього капіталу. Фахівці вважають нормальним значення цього коефіцієнта не менше 0,5. Чим ближче до одиниці наближається значення показника, тим меншим є ризик інвестицій у підприємство.

Коефіцієнт заборгованості має протилежне значення, це показник, що визначає питому вагу позиченого капіталу в загальній сукупності капіталу підприємства.

Виконання зобов'язань з повернення позиченого капіталу гарантується законодавством і не залежить від розміру прибутку, отриманого підприємством; тому використання власного капіталу, з погляду підприємства, є менш ризикованим, ніж використання позиченого, а зростання коефіцієнта заборгованості призводить до збільшення ступеня фінансового ризику.

Коефіцієнт короткотермінової заборгованості – показник, що відображає частку короткотермінового позиченого капіталу в сукупності контрольованого підприємством капіталу. Чим більшим є значення цього показника в порівнянні з коефіцієнтом заборгованості, тим більшою мірою для фінансування активів використовується підприємством короткотерміновий позичений капітал. Вагоме значення цього показника свідчить про те, що підприємство надає перевагу капіталу, сформованому за рахунок короткотермінових зобов'язань, використання якого є досить ризикованим у порівнянні з довготерміновим позиченим капіталом. Фінансову політику керівництва такого підприємства слід розглядати як агресивну якщо ж цей показник низький, то фінансова політика буде вважатись консервативною.

Доповненням до коефіцієнтів автономії та заборгованості є коефіцієнт співвідношення позиченого та власного капіталу.

Коефіцієнт співвідношення позиченого та власного капіталу показує обсяг позиченого капіталу в розрахунку на одну гривню власного капіталу.

Рівень коефіцієнта співвідношення суми довготермінового позиченого капіталу та всього довготермінового капіталу показує частку довготермінового позиченого капіталу в складі довготермінового капіталу.

Коефіцієнт співвідношення короткотермінового позиченого капіталу та власного капіталу відображає пропорцію між короткотерміновим позиченим та власним капіталом.

Використання інформації, поданої в додатках К та Л дозволило нам розрахувати показники фінансової стійкості та платоспроможності підприємства та їх динаміку протягом двох років (з 31.12.2001 р. по 31.12.2003 р.)

Як видно з рис. 2.5 рівень коефіцієнта фінансової автономії Зарубинського спиртового заводу зріс із 0,47 до 0,69, що свідчить про зростання частки власного капіталу з 0,47 грн. (на 31.12.2001 р.) до 0,69 грн. (на 31.12.2003 р.) на 1 грн. сукупної величини капіталу, контрольованого підприємством. Це свідчить про зменшення фінансової залежності

підприємства від кредиторів.

Значення коефіцієнтів заборгованості та поточної заборгованості на 31.12.2001 р. та на 31.12.2003 р. є ідентичними та, на противагу коефіцієнту фінансової автономії, за цей період зменшились із 0,53 до 0,31, тобто, вся заборгованість на кінець періоду була поточною. Це свідчить про зменшення на 0,22 грн. $(0,31 - 0,53)$ частки позиченого капіталу, в тому числі короткотермінового, в розрахунку на 1 гривню сукупного капіталу підприємства.

Станом на 31.12.2001 р. та 31.12.2003 р. позичений капітал цілком був сформований із короткотермінових джерел фінансування, про що свідчить тотожність значень коефіцієнтів заборгованості та поточної заборгованості, хоча на 31.12.2002 р. значення коефіцієнта поточної заборгованості та коефіцієнта заборгованості відрізнялися та складали відповідно 0,51 та 0,31, що свідчить про формування частини позиченого капіталу із довготермінових джерел фінансування на цю дату.

Протягом двох років (з 31.12.2001р. по 31.12.2003 р.) значення співвідношення позиченого та власного капіталу зменшилося з 1,11 до 0,45, тобто, на 1 грн. власного капіталу припадає 0,45 грн. позиченого капіталу.

Коефіцієнт співвідношення довготермінового позиченого капіталу та всього довготермінового капіталу підприємства станом на 31.12.2001 р. та 31.12.2003 р. дорівнював нулю; проте на 31.12.2002 р. значення цього показника вже становило 0,28, тобто 28 % капіталу із довготермінових джерел було отримано за допомогою збільшення довготермінових зобов'язань. Зважаючи на мінімальне значення даного показника, можна було б вважати фінансовий стан підприємства надійним.

Проте такий висновок буде необґрунтованим, якщо підприємство практикує використання короткотермінового позиченого капіталу. В цьому випадку прийнято розраховувати співвідношення короткотермінового позиченого капіталу і величини власного капіталу.

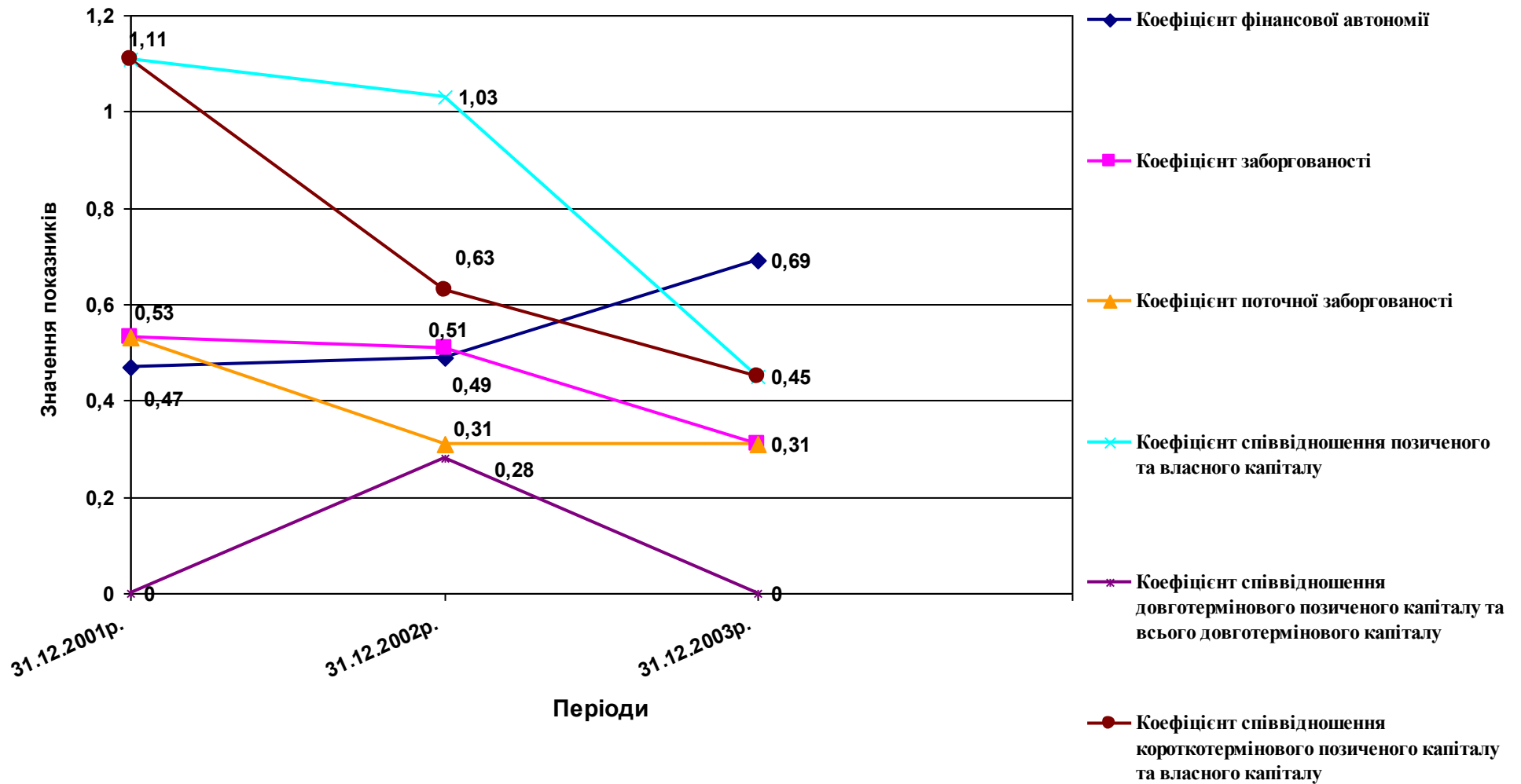


Рис. 2.5 Динаміка показників фінансової стійкості та довгострокової платоспроможності підприємства за 2002 та 2003 роки (на матеріалах Зарубинського спиртового заводу)

Рівень коефіцієнта співвідношення короткотермінового позиченого капіталу до величини власного капіталу, при нульовому значенні коефіцієнта співвідношення довготермінового позиченого капіталу до всього довготермінового капіталу, свідчить про нестійкий фінансовий стан підприємства та високий ступінь агресивності фінансової політики адміністрації, що веде до зростання фінансового ризику.

Станом на 31.12.2001 р. співвідношення короткотермінового позиченого капіталу та 1 грн. власного капіталу складало 1,11, а на 31.12.2003 р. значення даного показника уже становило 0,45, що свідчить про перехід від різко агресивної політики фінансування до помірно агресивної.

Темпи зміни вказаних показників, що розраховані в додатку Л, та їх графічне зображення на рис. 2.5 свідчать, що найшвидше вони змінювалися з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р.

На основі вищенаведених висновків можемо підтвердити факт покращення фінансового стану та платоспроможності підприємства, а також зростання консервативності адміністрації в політиці формування капіталу підприємства.

Аналогічно було проведено аналіз динаміки показників фінансової стійкості та платоспроможності на Борщівському, Козлівському та Хоростківському спиртових заводах (див. додаток Л).

Співставлення показників фінансового стану та платоспроможності аналізованих підприємств подано на рис. 2.6.

Дані рис. 2.6. свідчать, що станом на 31.12.2003 р. найвищим значення показника фінансової автономії було на Борщівському спиртовому заводі (становило 0,82), а найнижчим – на Зарубинському спиртовому заводі (0,69). Середнє значення показника склало 0,67. Нижчими серед підприємств галузі в Тернопільській області були показники Зарубинського (склало 0,69) та Козлівського (0,79) спиртових заводів.

Рівень коефіцієнта заборгованості даного показника на Зарубинському (становив 0,31) та Козлівському (0,21) спиртових заводах перевищив середнє

значення серед підприємств Тернопільської області (0,33).

Аналогічною є ситуація з приводу значень коефіцієнта поточної заборгованості. Порівняння значень коефіцієнтів заборгованості та поточної заборгованості показує, що позичений капітал майже повністю був сформований за рахунок короткотермінових джерел фінансування. Така ж тенденція до використання короткотермінового позиченого капіталу спостерігається й на інших підприємствах Тернопільської області.

Рівень показника співвідношення позиченого та власного капіталу показує, що на Зарубинському спиртовому заводі на 1 гривню власного капіталу припадало 0,45 грн. позиченого капіталу, на Борщівському – 0,35 грн., на Козлівському – 0,27 грн., на Хоростківському – 0,23 грн. Середнє значення серед підприємств Тернопільської області становило відповідно 1,47 грн. позиченого капіталу на 1 грн. власного капіталу, тобто найбільш агресивною в сфері формування капіталу слід вважати політику керівництва Зарубинського спиртового заводу.

Значення коефіцієнта співвідношення довготермінового позиченого капіталу та всього довготермінового капіталу на цих підприємствах є досить низьким, що свідчить про високу питому вагу власного капіталу в довготермінових джерелах формування капіталу.

Рівень коефіцієнта співвідношення короткотермінового позиченого та власного капіталу показує, що на Зарубинському спиртовому заводі на 1 гривню власного капіталу припадало 0,45 грн. короткотермінового позиченого капіталу, на Борщівському – 0,20 грн., на Козлівському – 0,27 грн., на Хоростківському – 0,23 грн. Середнє значення серед підприємств Тернопільської області становило відповідно 1,08 грн. позиченого капіталу на 1 грн. власного.

Це підтверджує отриманий висновок про те, що на аналізованих підприємствах довготерміновий капітал повністю сформований за рахунок власного, а нестача капіталу покривається за рахунок збільшення короткотермінових зобов'язань.

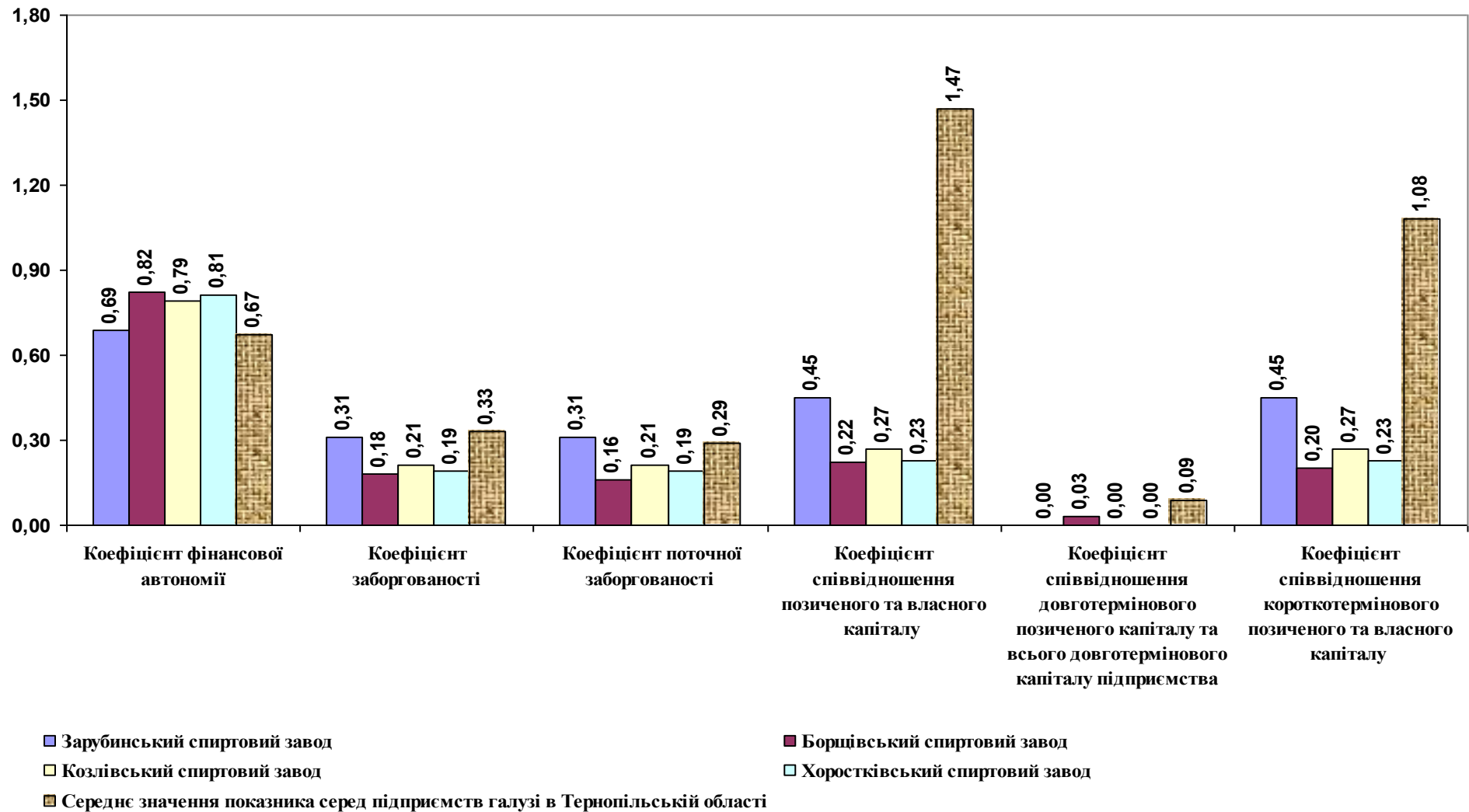


Рис.2.6. Показники фінансової стійкості та платоспроможності спиртових заводів Тернопільської області станом на 31.12.2003 р.

У процесі здійснення господарської діяльності відбувається безперервний процес трансформації елементів капіталу. На думку деяких авторів [88, С.7-10] процес обороту капіталу має циклічний характер. Точкою відліку в даному циклі є так звана конкурентна позиція – перша стадія циклу, яка визначає місце (конкурентну позицію) підприємства на певному товарному ринку.

Конкурентна позиція підприємства, в свою чергу, визначається цінами, якістю, вартісною структурою продукції підприємства, широтою ринків збуту, можливостями для фінансування розробок щодо вдосконалення якості продукції та впровадження нових її видів. Вона визначає прибутковість підприємства - другу стадію циклу. Чим вищою є прибутковість підприємства, тим вищою є його здатність до утворення позитивних грошових потоків. Здатність підприємства до утворення позитивних грошових потоків визначає третю стадію циклу.

Показники, що відображають прибутковість та здатність до утворення грошових потоків визначають ринкову вартість цінних паперів (акцій) – четверту стадію циклу. Чим вищою є вартість ринкових цінних паперів, тим нижчими є фінансові витрати та більшою є величина власного капіталу, кращими показники фінансової стійкості, платоспроможності та ліквідності, а отже, і ширші можливості для доступу підприємства на ринок грошей та капіталу – п'ята стадія циклу.

Вільний доступ до ринків грошей та капіталу дозволяє підприємству сформувати капітал, необхідний для розширення його діяльності.

Шоста стадія вартісного циклу відображатиме здатність утворення підприємством загальної суми капіталу із зовнішніх та внутрішніх джерел. Утворення необхідної величини коштів дозволяє підприємству зміцнити свою конкурентну позицію.

Після цього цикл повторюється знову, рухаючись угору або вниз по спіралі розвитку.

Викладене вище дозволяє стверджувати, що ефективно використовуючи

капітал, можна значно знизити витрати, пов'язані з його залученням, підвищити прибутковість та здатність утворювати позитивні грошові потоки.

Ефективне використання капіталу передбачає раціональне використання основного та оборотного капіталу, матеріальним виразом яких є необоротні та оборотні активи. Однак варто мати на увазі, що основний капітал значно важче піддається оперативному управлінню, тому його величину та структуру важче змінити за короткий проміжок часу. Це значить, що будь-який спад кон'юнктури товарного ринку призведе до зниження рівня корисного використання основного капіталу.

На противагу основному капіталу оборотний здатний легше трансформуватися відповідно до вимог кон'юнктури товарного та фінансового ринків і легше піддається управлінню. З іншого боку, тимчасово вільний капітал у вигляді оборотних активів не тільки не генерує прибуток, а й викликає утворення додаткових операційних витрат. Корируючи обсяг оборотного капіталу до необхідного рівня, можна зменшити потребу в ньому за короткий термін часу, а отже, покращити показники прибутковості.

Тому дослідження, на нашу думку, слід доповнити аналізом оборотного капіталу, який першим зазнає впливу внаслідок змін у структурі фінансування. Ми обмежились лише вивченням стану та динаміки показників, що комплексно характеризують потребу в оборотному капіталі.

Основними показниками, що використовуються для аналізу стану та динаміки оборотного капіталу, є обсяг оборотного капіталу, чистого та власного оборотного капіталу.

Оборотний капітал – капітал у грошовій формі чи у вигляді матеріальних запасів, який може бути перетворений у грошові кошти протягом одного операційного циклу.

У статті 4 національного стандарту бухгалтерського обліку 2 “Баланс” оборотний капітал у вигляді оборотних активів визначено як “грошові кошти та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені

для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи протягом дванадцяти місяців, починаючи з дати балансу” [89].

Чистий оборотний капітал — це оборотний капітал, джерелом формування якого є довготерміновий капітал.

В аналітичній практиці застосовують два підходи до визначення величини чистого оборотного капіталу:

- як різниці між обсягом поточних активів та поточних зобов’язань (р.260 – р.620 “Балансу”);
- як різниці між сумою довготермінового капіталу і сумою довготермінових активів (р.380 + р.430 + р.480 + р.630 - р.080 – р.270 “Балансу”).

За способом фінансування чистий оборотний капітал – це капітал, що формується за рахунок власного капіталу та довготермінових зобов’язань, тобто довготермінового капіталу. Довготерміновим слід вважати капітал, термін використання якого перевищує операційний цикл або дванадцять місяців, починаючи з дати балансу. Чистий оборотний капітал є необхідним постійним мінімумом оборотних коштів, що забезпечує фінансову стійкість підприємства та виступає фінансовим гарантом продовження його виробничої діяльності. Наявність чистого оборотного капіталу є показником, що відображає здатність підприємства, за умови вилучення капіталу для погашення короткотермівової заборгованості, продовжувати нормальну роботу.

Показник чистого оборотного капіталу досить часто пов’язують з показниками ліквідності, розуміючи під ним відображення деякої частини активів, що може бути перетворена в грошову форму. Ця частина коштів може бути використана на розширення діяльності підприємства та бути забезпеченням від можливої неплатоспроможності та банкрутства.

Чистий оборотний капітал в матеріальному виразі представлений ресурсами найменш ліквідної частини оборотного капіталу у вигляді запасів та дебіторської заборгованості, тобто частини, що залишається після погашення

короткотермінових зобов'язань. Оптимальний розмір показника залежить від сфери діяльності, обсягу реалізації, кон'юнктури ринку. Для оцінки достатності чистого робочого капіталу необхідно порівняти його з аналогічним показником інших підприємств, однак у будь-якому випадку зростання даного показника розглядається як позитивна тенденція.

Для багатьох підприємств джерелами формування основної частини оборотного капіталу є позичений капітал, що підлягає поверненню; тому, для гарантування фінансової стійкості, у випадку негайної вимоги кредиторів щодо погашення короткотермінових зобов'язань, деяка частина власного капіталу повинна знаходитися постійно в складі оборотного, тобто представляти собою власний оборотний капітал. У США ця частина власного капіталу отримала назву “робочий капітал” [90, С.70].

Величина власного оборотного капіталу визначається двома способами:

- як різниця між сумою власного капіталу підприємства та сумою довготермінових активів (р.380 - р.080 - р.270 “Балансу”);
- як різниця між сумою оборотного капіталу та величиною позиченого капіталу підприємства (р.260 – р.430 - р.480 - р.620 – р.630 “Балансу”).

Наявність власного оборотного капіталу є однією з основних ознак фінансової стійкості, тому даний показник може набувати наступних значень:

1. Додатне значення власного оборотного капіталу, яке дорівнює величині чистого оборотного капіталу. В такому разі говорять про фінансування оборотних активів за рахунок власного капіталу; фінансова стійкість, платоспроможність та ліквідність підприємства є високими, проте величина капіталу, розміщеного в оборотних активах, також зростає.
2. Величина власного оборотного капіталу є меншою за суму чистого оборотного капіталу, але більшою від нуля, тобто, різниця між цими двома рівнями фінансується за рахунок довготермінового позиченого капіталу.

3. Від'ємне значення показника власного оборотного капіталу свідчить про те, що заборгованість з використання позиченого капіталу підприємства перевищує величину оборотного капіталу, тобто підприємство є неплатоспроможним. За умови перевищення короткотермінового позиченого капіталу над величиною оборотного капіталу говорять про агресивність стратегії фінансування оборотних активів.

Аналіз динаміки показників оборотного капіталу проведено на прикладі Зарубинського спиртового заводу (додаток М).

Розмір темпу приросту показників відносно базового періоду дозволяє простежити характер впливу приросту оборотних активів, короткотермінових зобов'язань та довготермінової заборгованості на величину чистого та власного оборотного капіталу.

Як видно з таблиць М.1, М.2 (додаток М) та додатку В, обсяг оборотного капіталу Зарубинського спиртового заводу станом на 31.12.2003 р. становив 3356,2 тис. грн., причому розмір чистого та власного оборотного капіталу становив відповідно 681,1 тис. грн. та 681,1 тис. грн.

Темп приросту оборотного капіталу за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р. значно перевищував темп приросту залучення короткотермінового та довготермінового позиченого капіталу, що призвело до зростання часток чистого та власного оборотного капіталу в оборотних активах підприємства. Результати проведеного дослідження показали, що частка чистого оборотного капіталу на підприємствах спиртової галузі станом на 31.12.2003 р. становила в середньому 26,8 %, а власного оборотного капіталу – 17,74 %, що відрізняється від величини аналогічних показників Зарубинського спиртового заводу (відповідно 20,29 % та 20,29 %).

На рис. 2.7. видно, що станом на 31.12.2001 року величина власного та чистого оборотного капіталу співпадала та становила -1455,9 тис.грн., а суми короткотермінового фінансування значно перевищували величину оборотних

активів (4269,2 тис.грн. – 2813,3 тис.грн.), що свідчить про фінансування частини необоротних активів за рахунок короткотермінового позиченого капіталу.

Наприкінці IV кварталу 2002 р. рівень показника чистого оборотного капіталу (301,3 тис. грн.) став додатнім, тобто підприємство перейшло з використання короткотермінових джерел позиченого капіталу на довготермінові. Це дало можливість покращити величину показників ліквідності, однак від’ємне значення показника власного оборотного капіталу (-1352,5 тис. грн.) свідчить про фінансування повного обсягу оборотних активів та частини необоротних активів за рахунок позиченого капіталу.

Станом на 31.12.2003 р. обсяг власного оборотного капіталу повністю відповідав величині чистого оборотного капіталу та становив 681,1 тис. грн., що свідчить про повне погашення довготермінових зобов’язань, а різниця між величиною оборотних активів (3356,2 тис.грн.) та власного оборотного капіталу (681,1 тис. грн.) була профінансована за рахунок поточних зобов’язань.

Результати порівняння чистого та власного оборотного капіталу Зарубинського, Борщівського, Козлівського та Хоростківського спиртових заводів станом на 31.12.2003 р. подано на рис.2.8.

Проведені дослідження показали, що обсяг власного оборотного капіталу на аналізованих підприємствах перевищує середнє значення показників (17,74 % обсягу оборотного капіталу) серед підприємств галузі в Тернопільській області. Частка чистого оборотного капіталу в оборотному капіталі коливається від 20,29% на Зарубинському спиртовому заводі до 67,95% на Хоростківському спиртовому заводі, однак лише рівень чистого оборотного капіталу на Зарубинському спиртовому заводі менший за рівень цього показника серед підприємств спиртової галузі Тернопільської області., що свідчить про високий ступінь агресивності політики фінансування оборотних активів даного підприємства.

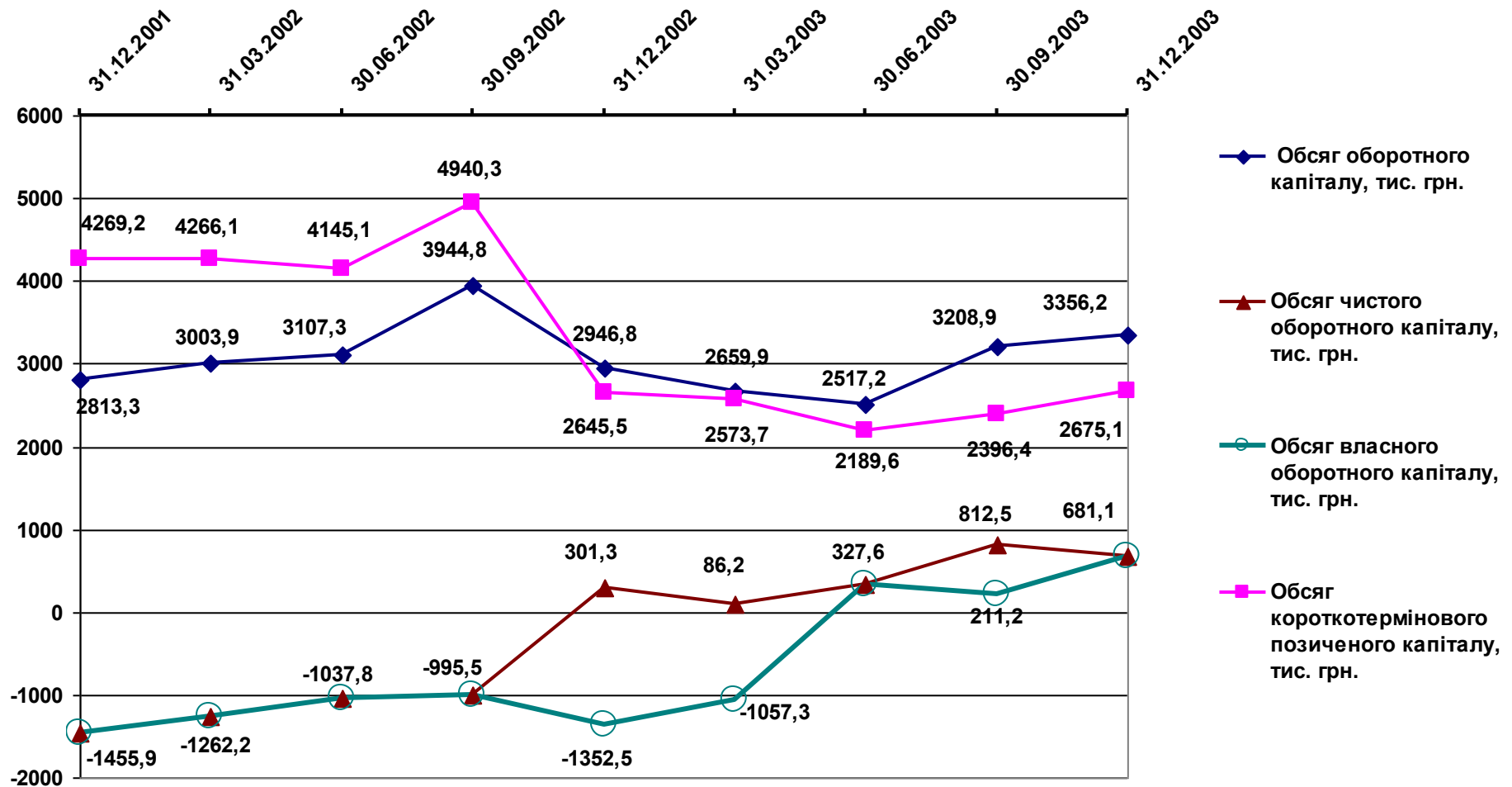


Рис. 2.7. Динаміка показників оборотних активів підприємства за період з 31.12.2001р. по 31.12.2003 р.

(на матеріалах Зарубинського спиртового заводу)

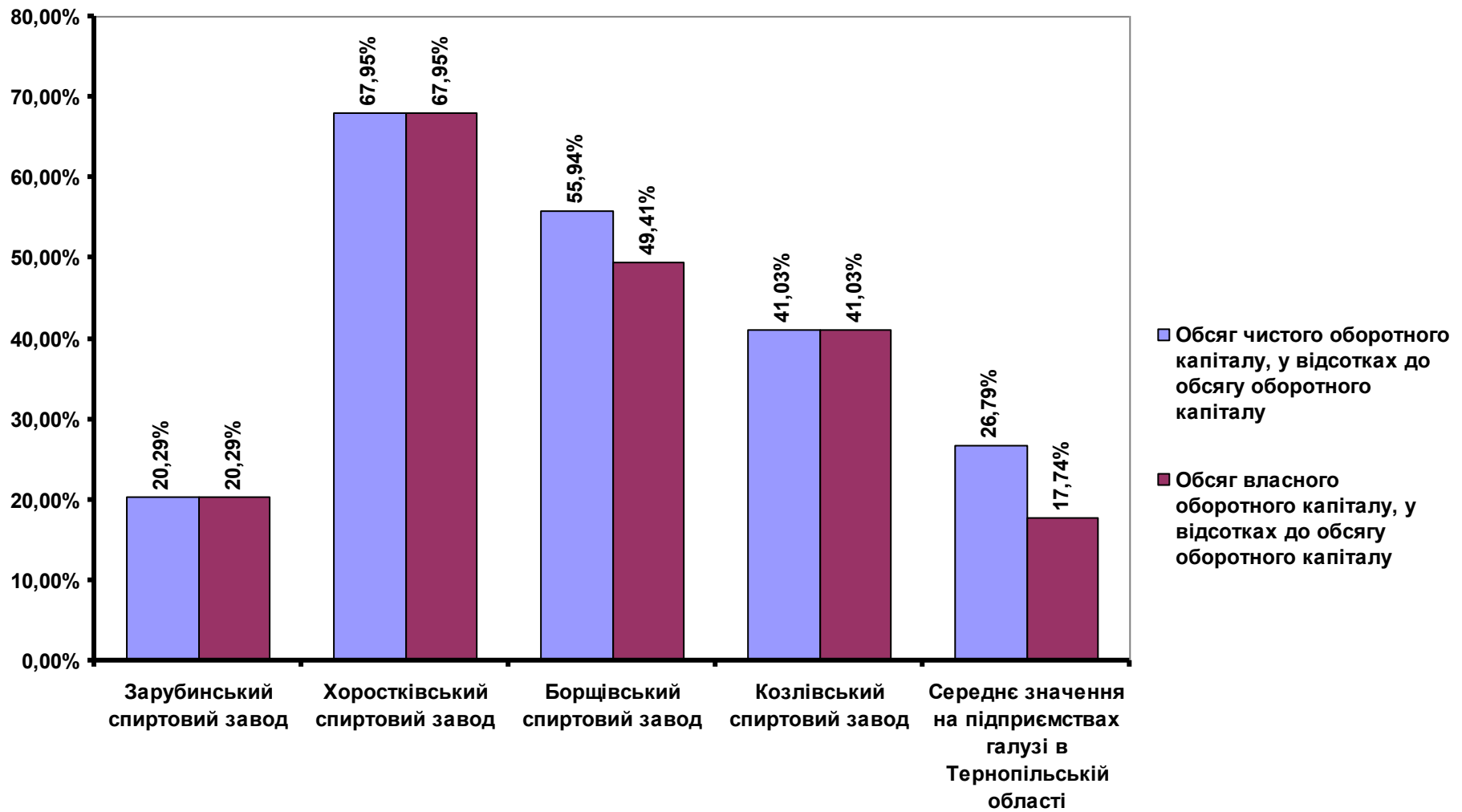


Рис. 2.8. Рівень показників власного та чистого оборотного капіталу підприємств станом на 31.12.2003 р.

На третьому етапі аналізу стану джерел утворення капіталу вивчається вплив факторів на поведінку показника чистого оборотного капіталу та аналізується структура фінансування оборотного капіталу.

Проведені нами дослідження показали, що величина показників оборотного капіталу коливається залежно від ступеня сприйняття ризику керівництвом підприємства та застосовування відповідної політики фінансування. Тому важливо розглянути вплив вибору методів фінансування активів на величину чистого оборотного капіталу підприємства.

Оскільки більшості видів діяльності підприємств властиві сезонні та циклічні зміни, виникає потреба в розрахунку постійного рівня оборотного капіталу.

Постійний рівень оборотного капіталу є такою величиною оборотного капіталу, що знаходиться під контролем підприємства в найнижчій точці циклу, тобто це такий рівень, нижче якого рівень оборотного капіталу не опускається, не зважаючи на сезонні коливання в бізнесі.

Постійний рівень оборотного капіталу є одним із основних показників оцінки методів фінансування діяльності підприємства.

У міжнародній практиці прийнято розрізняти три підходи до фінансування: консервативний, помірний (компромісний) та агресивний.

При консервативному підході весь обсяг необоротних та більша частина оборотних активів фінансується за рахунок довготермінового капіталу, тобто при постійному рівні оборотного капіталу сума чистого оборотного капіталу буде максимальною. Якщо прогноз надходжень виявиться точним, то підприємство змушене буде сплачувати відсотки за використання довготермінового позиченого капіталу і під час сезонних коливань, коли потреба в додаткових коштах є невеликою. І.О.Бланк вважає, що в цьому випадку постійна частина оборотного капіталу та орієнтовно половина змінної частини фінансується за рахунок власного капіталу та довготермінового позиченого капіталу, інша – за рахунок короткотермінового позиченого

капіталу.

При компромісному підході за рахунок власного капіталу та довготермінового позиченого капіталу фінансується частина оборотних активів, яка утворює постійний рівень; а інша частина, котра змінюється залежно від сезонних коливань, — за рахунок короткотермінового позиченого капіталу. При такому підході величина чистого оборотного капіталу дорівнює постійному рівню оборотного капіталу.

При агресивному підході фінансування всіх оборотних і частини необоротних активів здійснюється за рахунок короткотермінового позиченого капіталу. Величина чистого оборотного капіталу зменшується до нуля та проходить перерозподіл коштів оборотного капіталу в сторону збільшення необоротних активів. При використанні даного підходу до фінансування знижуються фінансові витрати та зменшується вартість сукупного капіталу, збільшується розмір прибутку на інвестований капітал, що залишається в розпорядженні підприємства, однак при цьому зростає ризик неплатоспроможності підприємства. Чим більший обсяг оборотного капіталу утворюється за рахунок короткотермінових кредитів, тим агресивнішою є фінансова політика підприємства.

За твердженням І.О.Бланка [91, С.177] агресивною можна вважати таку політику, коли вся сума основного та менше половини постійної частини суми оборотного капіталу утворюється за рахунок власних коштів і довготермінового позиченого капіталу.

Вибір того чи іншого методу фінансування обумовлюється господарською кон'юнктурою та ставленням керівництва підприємства до ризику, що в свою чергу впливає на структуру фінансування активів підприємства та вартість сформованого капіталу.

На нашу думку, також слід звернути більшу увагу на показник необхідного рівня оборотного капіталу, оскільки він відображає ідеальний (оптимальний) розмір оборотних капіталу, а відхилення його реального

значення свідчить про наявність надлишку або дефіциту оборотного капіталу.

Необхідний рівень оборотного капіталу – це показник, що відображає величину оборотного капіталу, потрібного для здійснення нормальної діяльності при визначеній тривалості фінансового циклу.

Цей показник розраховується за формулою:

$$RLOA = \frac{OE}{D} * CCC = \frac{OE}{D} * (ART + TI - APT), \quad (2.1)$$

де $RLOA$ – необхідний рівень оборотного капіталу, в гривнях;

OE – розмір операційних витрат за період, в гривнях (рядок 280 Звіту про фінансові результати);

D – календарна тривалість періоду, в днях;

CCC – тривалість фінансового циклу, в днях.

ART – тривалість обороту дебіторської заборгованості, в днях;

TI – тривалість виробничого циклу, яка визначається як сума тривалостей обороту середнього запасу сировини, матеріалів та напівфабрикатів, незавершеного виробництва, готової продукції та інших матеріальних факторів виробництва в складі оборотних активів, в днях;

APT – тривалість обороту кредиторської заборгованості, в днях.

Тривалість фінансового циклу — це період повного обороту капіталу, починаючи з моменту погашення кредиторської заборгованості за отримані сировину, матеріали і напівфабрикати та завершуючи інкасацією дебіторської заборгованості за реалізовану готову продукцію.

Порядок розрахунку тривалості обороту дебіторської, кредиторської заборгованостей та тривалості обороту середнього запасу сировини, матеріалів і напівфабрикатів, незавершеного виробництва, готової продукції, грошових активів достатньо розглянутий в економічній літературі [25, С. 92], тому ми не будемо акцентувати на ньому увагу.

Для дослідження оцінки методів фінансування оборотних активів використано графічне представлення на рисунку 2.9 даних додатків М та Н.

Серед показників таблиці Н.1 наведено наступні:

- постійний рівень оборотного капіталу;
- необхідний (оптимальний) рівень оборотного капіталу.

З даних рисунку 2.9 бачимо, що підхід керівництва Зарубинського спиртового заводу до фінансування оборотних активів є агресивним проте, починаючи з початку 2002 р. підхід поступово починає змінюватися, від надто агресивного в у бік поміркованого. Про це свідчить збільшення частки чистого оборотного капіталу, яка на 31.12.2003 р. склала 22,75 %, а питома вага постійного оборотного капіталу в третьому кварталі 2003 р. збільшилась до 84,66 %.

Значення показника необхідного рівня оборотного капіталу в четвертому кварталі 2003 р. становило 1831,23 тис. грн. (55,79 % обсягу оборотних активів).

Порівнюючи значення показників постійного (2588,55 тис. грн.) та необхідного (1831,23 тис. грн.) рівнів оборотного капіталу активів, можемо стверджувати, що є про надлишок капіталу на суму 757,32 тис. грн.

Зменшивши суму оборотних коштів до необхідного рівня, підприємство перейде до консервативного підходу щодо фінансування оборотних активів та зможе покращити свої показники прибутковості.

Виходячи із залежності, що виражена за допомогою рівняння (2.1), необхідний обсяг оборотного капіталу може змінюватися прямо пропорційно до зміни операційних витрат та тривалості фінансового циклу, тобто збільшення періоду інкасації дебіторської заборгованості, тривалості обороту матеріальних ресурсів, грошових активів для підтримання заданого обсягу реалізації вимагає збільшення необхідного рівня оборотного капіталу. Однак збільшення тривалості обороту кредиторської заборгованості навпаки веде до зменшення тривалості готівкового конверсійного циклу, а в результаті — до

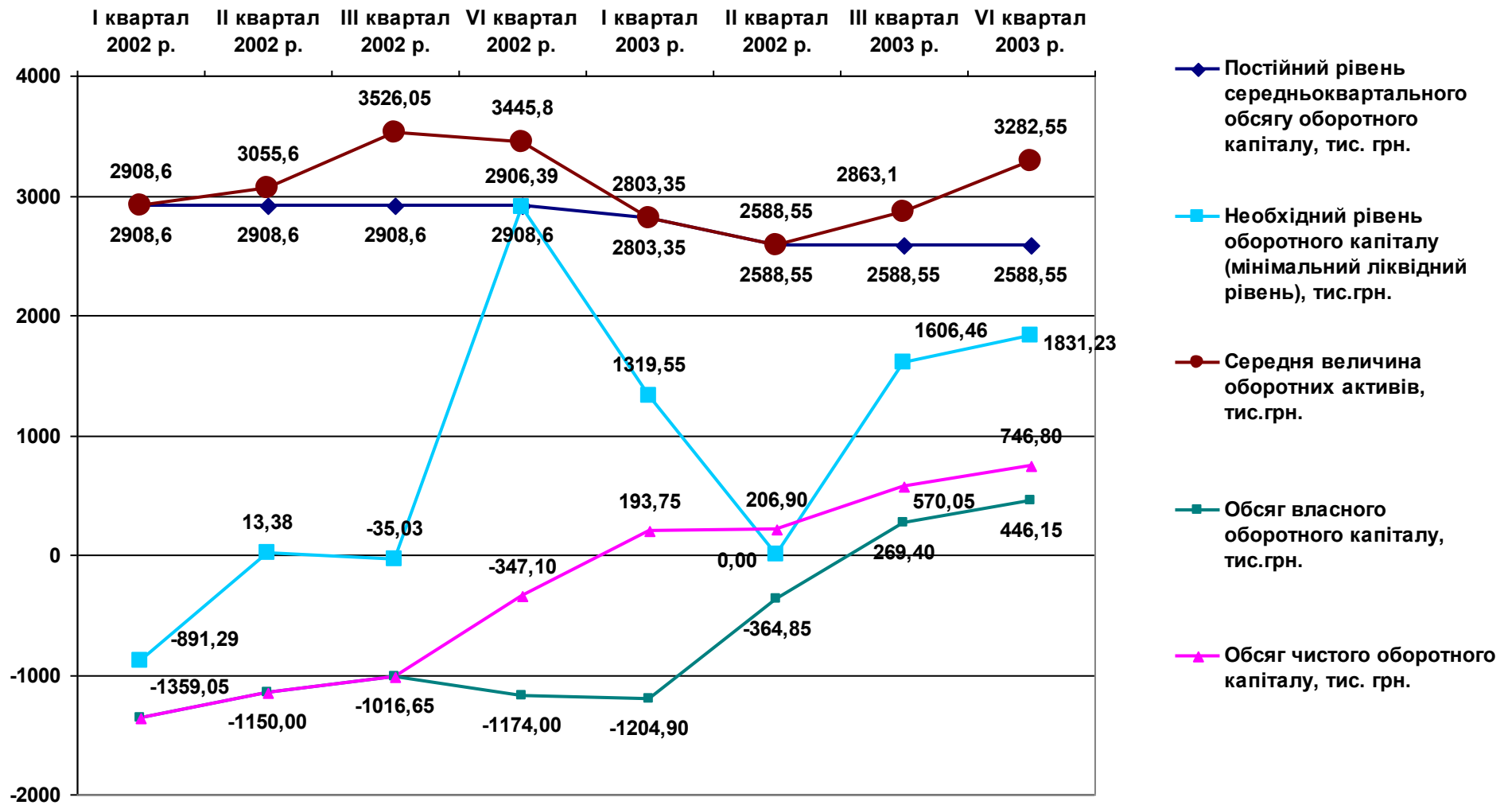


Рис. 2.9. Динаміка показників оборотних засобів підприємства за період з 31.12.2001 р. по 31.12.2003 р.

(на матеріалах Зарубинського спиртового заводу)

зменшення необхідного рівня оборотного капіталу.

Тому ми вважаємо за доцільне застосування показника необхідного рівня оборотного капіталу в методиці аналізу стану та структури джерел формування капіталу, оскільки він відображає величину оборотного капіталу, необхідного для здійснення заданого рівня діяльності, та виступає індикатором надлишку (дефіциту) коштів.

На основі рівняння (2.1) та даних додатку Н нами розраховано вплив кожного із чинників на потребу в капіталі, потрібного для забезпечення необхідного рівня оборотного капіталу. Розрахунок проведено в таблиці П.1 у додатку П із застосуванням прийомів елімінування (на матеріалах Зарубинського спиртового заводу).

Як свідчать отримані результати (додатки Н та П), у четвертому кварталі 2003 року потреба в оборотному капіталі становила 1831,23 тис. грн., що на 1075,15 тис. грн. менше від потреби в четвертому кварталі 2002 року. Зменшення обсягу операційних витрат на 712,9 тис. грн. (19,43 %) призвело до скорочення потреби в оборотному капіталі на 564,61 тис. грн., зменшення тривалості обороту дебіторської заборгованості, виробничих запасів, незавершеного виробництва, готової продукції – до скорочення необхідного обсягу оборотного капіталу відповідно в розмірі 1109,64 тис. грн., 3092,41 тис. грн., 547,17 тис. грн. та 825,11 тис. грн., а збільшення тривалості обороту грошових активів та скорочення тривалості обороту кредиторської заборгованості викликало збільшення необхідного рівня оборотних активів відповідно на 97,49 тис. грн. та 4966,30 тис. грн.

Крім вище названих факторів на величину оборотних активів мають вплив й інші. До них можна віднести наступні:

- 1) Сезонність виробництва та реалізації продукції. Потреба в оборотному капіталі змінюється пропорційно до зміни обсягу виробництва. На поданому вище рисунку 2.9 чітко видно зміну величини оборотного капіталу залежно від сезонних коливань обсягу

реалізації продукції. Період спаду припадає приблизно на четвертий та початок першого кварталів календарного року.

- 2) Специфіка виробництва. Чим вищою є матеріаломісткість продукції, тим більшою є потреба підприємства у виробничих запасах, а відповідно — і в оборотних коштах.
- 3) Ризик втрат. Чим вищим є ризик втрат оборотних коштів в результаті уцінки, псування та недостачі матеріальних запасів, тим більшою є потреба в них.

Зміцнення фінансової стійкості підприємства є одним із найбільш важливих економічних завдань в умовах переходу до ринку. Недостатня фінансова стійкість може привести до неплатоспроможності підприємства, відсутності в нього коштів для розширення відтворення, а надмірна — може стати перешкодою в розвитку через накопичення надмірних запасів і резервів. Оптимальним слід вважати такий стан капіталу, при якому підприємство, вільно маневруючи ним, здатне шляхом його раціонального використання забезпечити ритмічний процес виробництва та реалізації продукції, а також її диверсифікацію і оновлення. Поряд із цим вивчення фінансової стійкості та платоспроможності підприємства дозволяє оцінити ступінь адекватності вибору джерел формування капіталу для фінансування активів.

При дослідженні стану фінансування оборотних активів підприємств спиртової галузі Тернопільської області було проведено розрахунок показників фінансової стійкості: коефіцієнт забезпеченості матеріальних запасів власним оборотним капіталом, коефіцієнт забезпеченості підприємства власним капіталом, коефіцієнт маневрування та коефіцієнт чистого оборотного капіталу (додаток Р).

Коефіцієнт забезпеченості матеріальних запасів власним оборотним капіталом показує частку матеріальних запасів, що фінансуються за рахунок власних джерел, у загальній їх вартості. Забезпеченість матеріальних запасів власним оборотним капіталом є доброю, коли необхідні розміри запасів

покриваються власними коштами.

Порядок розрахунку показників фінансової стійкості наведено на прикладі Зарубинського спиртового заводу в таблиці Р.1 (додаток Р). Значення коефіцієнта забезпеченості матеріальних запасів власним оборотним капіталом Зарубинського спиртового заводу станом на 31.12.2001 р. складає (- 0,67) , що свідчить про певну залежність від позиченого капіталу при формуванні матеріальних запасів. Протягом 2002 р. та 2003 р. значення цього коефіцієнта зросло до 0,27, тобто станом на 31.12.2003 р. 27 % матеріальних запасів було профінансовано за рахунок власного капіталу.

Коефіцієнт забезпеченості підприємства власними коштами показує, яку частку оборотного капіталу було сформовано за рахунок власного капіталу.

Досліджені значення цього показника за різні періоди показали, що протягом 2001-2003 рр. його значення було від'ємним, що свідчить про фінансування оборотних активів за рахунок позиченого капіталу. На 31.12.2003р. значення коефіцієнта становило 0,2, тобто 20 % оборотних активів були сформовані за рахунок власних джерел. Динаміка значень цього показника свідчить про покращення фінансового стану підприємства та формування передумов проведення незалежної фінансової політики.

Коефіцієнт маневрування показує, яка частка власних коштів підприємства знаходиться в мобільній формі та дозволяє відносно вільно маневрувати ними. Низьке значення цього показника показує, що значна частина власних коштів підприємства знаходиться в низьколіквідних засобах, які не можуть бути швидко перетворені на готівку.

З приводу даного показника професор Н.Р.Вейцман писав: „Наявність високого коефіцієнта маневрування до певної міри послаблює небезпеку, з якою пов'язане володіння швидкостаріючим обладнанням та машинами, особливо в умовах недовантаження та швидкого морального зносу основного капіталу. Для осіб, які цікавляться фінансовим станом підприємства, такий показник є одним із найважливіших” [93, С.86-87].

Значення коефіцієнта маневрування показує, що станом на 31.12.2003 р. на фінансування оборотного капіталу підприємства припадало лише 11% обсягу власного капіталу. В порівнянні з від'ємними значеннями даного показника за 2001 - 2002 рр. ця тенденція свідчить про покращення фінансового стану підприємства.

Перевищення значення коефіцієнта чистого оборотного капіталу в порівнянні зі значенням коефіцієнта забезпеченості підприємства власним капіталом свідчить про фінансування оборотних активів за рахунок довготермінового позиченого капіталу. Так, співпадання їх значень станом на 31.12.2001 р. та 31.12.2003 р. пов'язане з утворенням чистого оборотного капіталу виключно за рахунок власного капіталу. Різниця, що виникла між значеннями вказаних показників станом на 31.12.2002 р., свідчить про фінансування певної частини оборотних активів за рахунок довготермінових зобов'язань.

Рівень усіх проаналізованих показників фінансової стійкості Зарубинського спиртового заводу, за винятком коефіцієнта забезпеченості підприємства власним капіталом та коефіцієнту маневрування, станом на 31.12.2003 р. був нижчим від середнього серед підприємств галузі в Тернопільській області та знизився в порівнянні з 31.12.2001 р.

На рис. 2.10 подано показники фінансової стійкості Борщівського, Зарубинського, Козлівського, Хоростківського спиртових заводів станом на 31.12.2003 р.

З наведеної на ньому інформації бачимо, що показники фінансової стійкості аналізованих підприємств значно перевищують середній рівень підприємств спиртової галузі Тернопільської області. Найкращими слід вважати показники Хоростківського спиртового заводу, а найгіршими – Зарубинського спиртового заводу.

Важливим показником, який дає досить глибоку характеристику фінансового стану та дозволяє оцінити ефективність політики керівництва

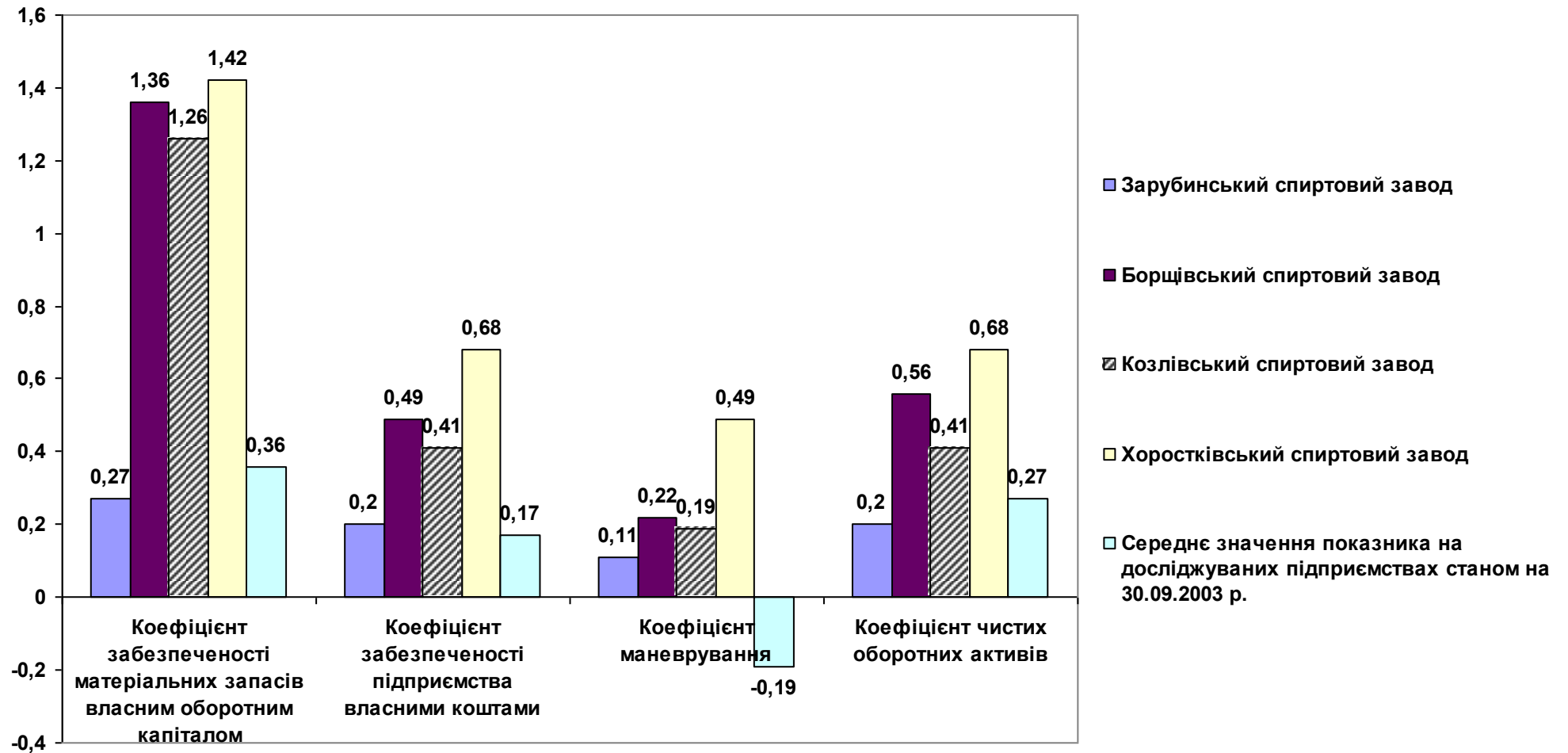


Рис. 2.10. Рівень показників фінансової стійкості аналізованих підприємств спиртової промисловості Тернопільської області станом на 31.12.2003 р.

підприємства щодо джерел формування капіталу є ліквідність підприємства.

Ліквідність підприємства – здатність підприємства своєчасно та в повному обсязі розрахуватися за короткотерміновими зобов'язаннями за рахунок оборотних активів [15].

Оцінку ліквідності виконують за даними балансу на основі характеристики ступеня ліквідності оборотних активів, тобто часу, необхідного для перетворення їх у грошову форму.

Для оцінки ліквідності використовують такі показники: коефіцієнт абсолютної ліквідності, коефіцієнт проміжної ліквідності, коефіцієнт загальної ліквідності [94, С.163] та коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості. Їх розрахунок по підприємствах спиртової галузі Тернопільської області здійснено в додатку С.

Рівень зазначених показників демонструє співвідношення певних груп оборотних активів та поточних зобов'язань, яке значною мірою визначається галузевими особливостями та загальноекономічною ситуацією.

Коефіцієнт загальної ліквідності показує скільки грошових одиниць оборотного капіталу підприємства припадає на одну грошову одиницю короткотермінових зобов'язань. Положенням про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, визначено, що про сприятливий стан справ на вітчизняних підприємствах свідчить значення його більше від одиниці. Однак слід зауважити, що даний показник не є абсолютним вимірником ліквідності підприємства, оскільки він характеризує лише наявність оборотних активів, але не відображає їх якість.

Як показали дослідження (додаток С), коефіцієнт загальної ліквідності Зарубинського спиртового заводу протягом 2002 р. та 2003 р. зростав і станом на 31.12.2003р. становив 1,26, тобто у разі виникнення необхідності одночасного погашення всіх короткотермінових зобов'язань, підприємство зможе покрити їх за рахунок оборотних активів у повному обсязі. Однак його значення є нижчим від середньогалузевого рівня, який становить 1,64.

Рівень коефіцієнта проміжної ліквідності характеризує ту частину зобов'язань, яка може бути погашена не лише за рахунок грошових коштів та їх еквівалентів, але й за рахунок очікуваних надходжень за відвантажену продукцію (виконані роботи, надані послуги) та інших засобів у розрахунках. Даний показник є більш суворим показником ліквідності, оскільки при його розрахунку враховують найбільш ліквідні поточні активи. Аналізуючи динаміку цього коефіцієнта, слід звертати увагу на чинники, що зумовили його зміну. Так, якщо зростання коефіцієнта проміжної ліквідності було пов'язане, в основному, зі зростанням невиправданої дебіторської заборгованості, то це свідчить про серйозні фінансові проблеми підприємства.

Рівень цього показника, на відміну від значення коефіцієнта загальної ліквідності, є досить незначним, навіть якщо взяти до уваги його деяке зростання. Це свідчить про присутність у складі оборотних активів значної кількості матеріальних запасів.

За результатами дослідження значення даного коефіцієнта на Зарубинському спиртовому заводі становило станом на 31.12.2003 р. 0,491, тобто лише 49,1 відсотків короткотермінових зобов'язань можна погасити за рахунок грошових коштів, їх еквівалентів та дебіторської заборгованості. Галузевий рівень даного показника становив 0,84.

Детальніше аналізуючи проміжний коефіцієнт ліквідності, необхідно встановити причини його зміни. Ліквідність засобів, вкладених в дебіторську заборгованість, залежить від швидкості платіжного документообігу, своєчасності оформлення банківських документів, термінів надання комерційних позик, платоспроможності покупців та інших причин.

Рівень коефіцієнта абсолютної ліквідності свідчить про здатність підприємства погасити свої короткотермінові зобов'язання за рахунок грошових коштів та їх еквівалентів. Він є найбільш жорстким критерієм ліквідності підприємства. За умови нормальної стабільної роботи підприємства та якісного управління капіталом значення даного показника може наближатися

до нуля. Резервуючи частину грошових коштів, підприємство вилучає їх із обороту, а, отже, використовує свої оборотні активи менш ефективно, ніж конкуренти. Положенням про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, значення коефіцієнта визначено більшим нуля за умови його росту в динаміці.

Значення даного показника для досліджуваного підприємства станом на 31.12.2003 р. є дуже низьким і становить 0,051, що не відповідає прийнятим критеріям та є нижчим за середньогалузевий рівень, тобто лише 5,1% короткотермінових платіжних зобов'язань підприємство готове погасити негайно.

Коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості відображає частку кредиторської заборгованості, що спрямовується на фінансування дебіторської заборгованості. Використання кредиторської заборгованості дає можливість заповнити прогалини в фінансуванні діяльності підприємства (які виникають внаслідок часових розривів в оплаті покупцями поставленої їм продукції, здійснених робіт, наданих послуг) та знизити потребу в оборотних активах і оптимізувати середньозважену вартість капіталу підприємства. Якщо значення даного показника буде вище від одиниці, то керівництву підприємства слід завчасно подбати про перегляд умов кредитування клієнтів або про пошук джерел додаткового капіталу.

Станом на 31.12.2001 р. тільки 0,169 (16,9 %) капіталу сформованого за рахунок кредиторської заборгованості підприємства спрямовувалося на фінансування дебіторської заборгованості, а на 31.12.2003 р. частка кредиторської заборгованості вже становила 0,322 (32,2 %). Такий рівень даного показника не є задовільним, не зважаючи на його покращення в динаміці, оскільки середнє значення серед підприємств галузі в Тернопільській області становило 1,086.

Дослідження показали, що найвищий темп росту в 2003 році спостерігався у коефіцієнта проміжної ліквідності, що свідчить про зростання

частки дебіторської заборгованості в складі оборотних активів, а в 2002 році найбільше значення темпу зміни було в коефіцієнта загальної ліквідності, що свідчить про зростання матеріальних запасів на складах (затоварювання).

Одержані результати показують, що підприємство є цілком платоспроможним у довготерміновій перспективі, однак відчуває значні труднощі в погашенні короткотермінових боргових зобов'язань.

Результати оцінки показників ліквідності на рис. 2.11 показують, що добрий стан справ на Борщівському спиртовому заводі, де значення коефіцієнтів загальної, проміжної та абсолютної ліквідності відповідно становили 2,27, 1,44 та 0,18. Це свідчить про значний розмір дебіторської заборгованості та м'яку кредитну політику керівництва підприємства щодо обсягу реалізації продукції.

Рівень показників ліквідності Хоростківського спиртового заводу свідчить про наявні значні запаси матеріальних цінностей на складах підприємства, а Козлівського спиртового заводу – значний обсяг дебіторської заборгованості.

Найгіршим слід вважати рівень показників Зарубинського спиртового заводу, який навіть не досягає середньогалузевого значення.

Рівень коефіцієнта співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості свідчить про неадекватність вибору джерел фінансування дебіторської заборгованості на Козлівському та Борщівському спиртових заводах та спрямування на ці цілі довготермінового капіталу.

Проведений аналіз структури капіталу дає можливість побачити як був сформований капітал на певну дату, а його результати — носять узагальнюючий ретроспективний характер. Одержана інформація служить базисом для прогнозування майбутньої структури капіталу підприємства, її оптимізації з точки зору вартості, визначає основні параметри фінансового стану підприємства.

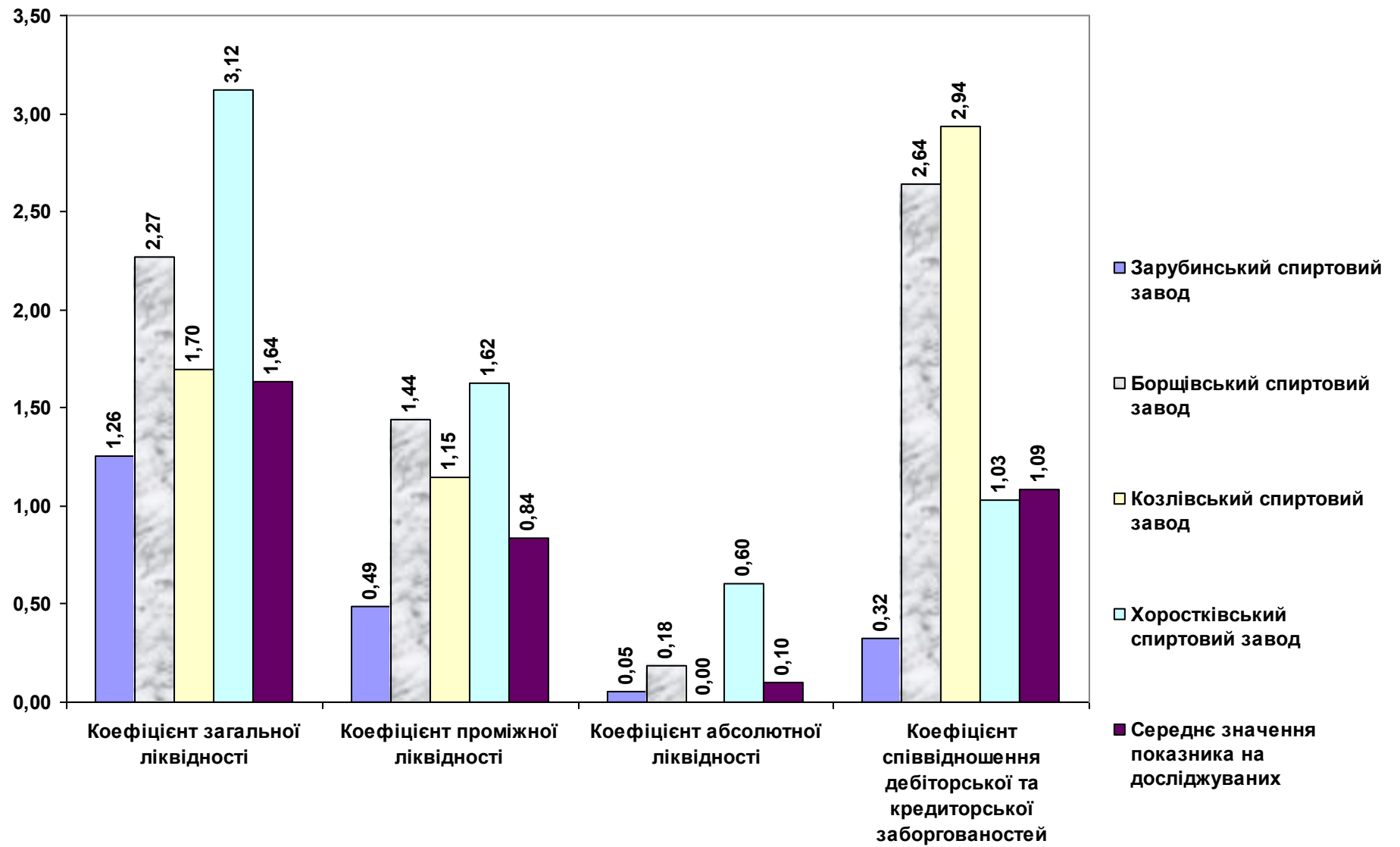


Рис.2.11. Показники ліквідності аналізованих підприємств станом на 31.12.2003 р

2.2. Аналіз вартості капіталу підприємства та її впливу на платоспроможність підприємства

У ринковій економіці кожен ресурс має визначену вартість. Капітал, як передумова організації та здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства, формується на певних умовах і також має свою вартість.

Необхідність оцінки вартості капіталу викликана умовами господарювання підприємств в Україні, при яких розвиваються існуючі та з'являються нові ринки грошей і капіталів, збільшується кількість кредитних установ, змінюються умови надання ресурсів, посилюється пошук шляхів їх ефективного використання, зростає потреба у встановленні оптимальних співвідношень джерел фінансування бізнесу та розширенні можливостей залучення капіталу.

Знання принципів формування вартості капіталу є необхідним для:

- оцінки величини економічно вигідної додаткової вартості [95; 96];
вибору джерел та політики фінансування оборотних і необоротних активів;
- вибору рівня ставки дисконту в процесі компаундингування чи дисконтування вартості грошових потоків підприємства;
- визначення ринкової вартості підприємства;
- вибору схем фінансування нових видів бізнесу;
- оцінки прибутковості реальних та фінансових інвестицій;
- обґрунтування управлінських рішень щодо амальгамації капіталу підприємств;
- оцінки ризику та визначення шляхів зниження вартості капіталу підприємства.

Перед тим, як безпосередньо перейти до аналізу вартості капіталу підприємства, необхідно визначити суть економічної категорії „вартість капіталу” та методики її розрахунку.

Проблемою суті вартості та її визначення займались ще з часів Аристотеля. Значний внесок у її дослідження здійснили представники різних напрямків та шкіл. До них слід віднести доробки А. Сміта, В. Петті, Ж.-Б. Сея, Д. Рікардо, К. Маркса, М. Туган-Барановського, К. Менгера, В. Джевонса, Л. Вальраса, Ф. Візера, Е. Бем-Баверка, В. Парето, Дж. Кларка, Дж. Гелбрейта, Б. Селінгмена, А. Маршалла, П. Самуельсона. Все ж до сьогоднішнього дня категорія вартості залишається предметом дискусій.

Під вартістю слід розуміти властивість певного предмета, що призначений для задоволення певних потреб. Вартість є суспільною категорією, яка виявляється при взаємодії одного суб'єкта ринку з іншим. Потрапляючи на ринок продукт перетворюється на товар, а тому необхідне встановлення пропорції обміну його на інший товар. Вартість товару є об'єктивною міноюю вартістю, або ціною як рівнодійної суб'єктивної вартості між продавцем та покупцем. Однак мінову вартість товару не слід ототожнювати з його споживчою вартістю. При обміні покупець товару завжди більше цінуватиме його споживчу вартість (корисність), ніж мінову; в іншому випадку обмін би не відбувся.

Оцінка вартості товару здійснюється на основі реалізації, шляхом вираження мінової вартості товару через мінову вартість грошей. Звідси ціна є вартістю товару, вираженою в грошах, тобто, ціна є виявом вартості одного товару через вартість іншого.

Капітал також є товаром. Тому виникає потреба визначення вартості, при якій інвестори та кредитори, як постачальники капіталу, згоджувались би на його відчуження на користь підприємства в обмін на актив-еквівалент у вигляді паїв та часток у статутному капіталі.

Економічна категорія „вартість капіталу” має неоднаковий економічний зміст для різних користувачів інформації. Так, для інвесторів та кредиторів вона відображає необхідний рівень доходності за наданий підприємству капітал з урахуванням акцепту ризику вкладання інвестицій у підприємство; з точки

зору керівництва підприємства — відображає питомі витрати на залучення та обслуговування використовуваного капіталу.

Вартість капіталу позначається у відсотках, оскільки його використання, з одного боку, передбачає сплату відсоткових платежів постачальникові капіталу, а з іншого боку — підприємство повинно генерувати необхідну норму прибутку для покриття цих витрат.

У зарубіжних та вітчизняних наукових джерелах існує багато підходів до визначення вартості капіталу [97; 98, С.425-442; 63, С.189; 99; 100; 101, С. 269-282; 102; 103; 104, С.2-18; 105, С.10; 106, С.4-12; 107], однак під терміном “вартість капіталу”, на нашу думку, слід розуміти витрати, які несе підприємство внаслідок використання капіталу, сформованого з певного джерела.

У процесі формування капіталу оцінка рівня його вартості здійснюється не тільки в розрізі окремих елементів, але й у цілому по підприємству. Показником такої оцінки є “середньозважена вартість капіталу підприємства” (далі WACC).

Оцінка середньозваженої вартості капіталу здійснюється з урахуванням наступних факторів:

- структури капіталу підприємства;
- тривалості використання складових капіталу;
- рівня ризику господарської діяльності підприємства, що характеризується його фінансовою стійкістю, платоспроможністю, діловою активністю та рентабельністю;
- середньої ставки позикового відсотка, встановленою кон'юнктурою ринку капіталів та її динамікою;
- величини ставки оподаткування прибутку для даного виду діяльності;
- політики адміністрації підприємства щодо виплат частини прибутку учасникам (власникам);
- доступності та різноманітності джерел формування капіталу;

- галузевих особливостей підприємства, що визначають тривалість його операційного циклу та рівень ліквідності активів;
- співвідношення обсягів капіталу, що використовується в операційній та інвестиційній діяльності;
- стадії життєвого циклу підприємства.

Під впливом вище перерахованих факторів відбувається варіація середньозваженої вартості капіталу.

Основою для визначення рівня вартості капіталу підприємства загалом є метод розрахунку вартості кожного конкретного виду капіталу та обчислення на їх базі середньозваженої вартості капіталу підприємства.

Вартість конкретного виду капіталу визначається ставкою чи нормою відсотка, що встановлюється кредитною установою або інвестором, та виступає мірою доцільності прийняття фінансових рішень. З точки зору інвесторів, необхідна ставка доходу відображає ступінь акцепту ризику інвестором, що визначає необхідну величину доходу на вкладений капітал. З точки зору фінансових менеджерів, ця відсоткова ставка відображає вартість капіталу, сформованого з певного джерела, причому, вартість капіталу визначається як відношення суми фактичних грошових витрат по його обслуговуванню до фактичної величини капіталу.

Вартість позиченого капіталу знаходить своє відображення в обліку суб'єкта господарювання у вигляді фінансових витрат, а вартість власного капіталу – виплат учасникам (власникам) підприємства при розподілі прибутку.

У національній практиці обліку до фінансових прийнято відносити витрати на сплату відсотків та інші витрати підприємства, які пов'язані з залученням та використанням позиченого капіталу [108]. Джерелом інформації про розмір та склад фінансових витрат є форма фінансової звітності № 2, дані рахунків 951 “Відсотки за кредит” та 952 “Інші фінансові витрати”.

Обсяг фінансових витрат значною мірою залежить від рівня відсоткових ставок на ринку капіталів. У сучасних умовах на рівень вартості позиченого

капіталу значно впливає очікувана динаміка відсоткових ставок за облігаціями внутрішньої державної позики. Доходність облігацій внутрішньої державної позики є сьогодні нижньою межею для визначення вартості позиченого капіталу.

Зростання обсягу витрат на виплату відсотків за використання позиченого капіталу призводить до скорочення розміру прибутку та опосередковано визначає рівень платоспроможності підприємства.

При розрахунку вартості позиченого капіталу слід врахувати, що чинне законодавство України [55] передбачає віднесення фінансових витрат за користування позиченим капіталом за звітний період до складу валових витрат підприємства, якщо такі виплати або нарахування здійснюються в зв'язку з веденням господарської діяльності підприємства. Таким чином, нарахування та виплата відсотків зменшує величину оподатковуваного прибутку, а вартість капіталу для підприємства фактично буде нижчою за ціну кредитора на величину ставки податку на прибуток.

Визначення вартості власного капіталу підприємства здійснюється з огляду на існування гіпотези ефективних ринків [63, С.333; 109; 110], коли вартість інвестиції є зрівноваженою величиною попиту та пропозиції на ринку капіталів за доступності всієї інформації щодо кожного інвестиційного активу. Однак на ринку капіталів вартість інвестиційного активу постійно коливається. Це викликано тим, що фінансова звітність відображає ретроспективну інформацію про стан та результати діяльності підприємства, причому фінансова звітність оприлюднюється до 1 червня наступного за звітним роком і на момент публікування є вже застарілою [111]. Тому в періоди між оприлюдненням фінансової звітності на вартість капіталу буде впливати будь-яка доступна інформація, серед неї й чутки [112]. Поширення асиметричної інформації приводить до коливання в ціні активів, а отже і вартості капіталу підприємства. Це підтверджує існування напівстійкої форми гіпотези ефективних ринків (концепція протиріччя інтересів формування структури

капіталу) [113; 114; 115].

З точки зору керівників підприємства вартість капіталу буде відображати реальні витрати для відшкодування вартості за його використання [116].

Джерелом інформації необхідної для розрахунку вартості власного капіталу є Звіт про власний капітал, в якому подаються фактичні витрати, пов'язані з використанням власного капіталу, у вигляді виплат власникам з прибутку. В сучасних умовах господарювання, коли такі виплати здійснюються не часто, досить важко визначити вартість власного капіталу. З точки зору керівників підприємства, відсутність виплат з прибутку фактично буде визначати нульову вартість власного капіталу. Таке твердження є хибним, оскільки інвестори, купуючи такі інвестиційні активи підприємства, схильні до обмеження отримання частини прибутку підприємства сьогодні на користь зростання вартості інвестиційного активу в майбутньому. Досить часто власний капітал розглядається адміністрацією як вільний, навіть тоді, коли він реально має високу вартість [117, С.147; 118, С.639]. Вартість власного капіталу є вищою, ніж вартість позиченого, оскільки ризик інвесторів щодо вкладення капіталу в підприємство значно перевищує ризик кредиторів.

На нашу думку, у випадку відсутності виплат з прибутку вартість власного капіталу слід визначати за допомогою моделі Гордона [105; 119, С.13]:

$$r_s = \left(\frac{D_s}{P} + g \right) * 100 = \left(\frac{D_s}{P} + (1 - r_p) * ROE \right) * 100, \quad (2.2)$$

де r_s – вартість власного капіталу в аналізованому періоді, у відсотках;

D_s — виплати з прибутку власникам підприємства в попередньому періоді, в гривнях;

P – обсяг власного капіталу в попередньому періоді, в гривнях;

g – темп росту виплат з прибутку в аналізованому періоді, виражений десятковим дробом.

r_p – коефіцієнт виплати прибутку в попередньому періоді, виражений десятковим дробом;

ROE – рентабельність власного капіталу в попередньому періоді, виражена десятковим дробом.

Тобто, вартість власного капіталу підприємства в аналізованому періоді слід прирівнювати до рентабельності власного капіталу за попередній період.

Порядок розрахунку вартості інших видів капіталу подано в додатку Т. Якщо стосовно розрахунку вартості капіталу, сформованого за рахунок зовнішніх джерел, все зрозуміло, то при визначенні вартості капіталу, сформованого з внутрішніх джерел, існують деякі труднощі.

Необхідність визначення вартості капіталу з внутрішніх джерел впливає з дії концепції економічного прибутку та витрат. У міжнародній практиці існує правило, за яким капітал із внутрішніх джерел знижує потребу в зовнішньому фінансуванні, а тому є альтернативою до капіталу, сформованого з зовнішніх джерел, тому вартість внутрішнього капіталу вважається доволі високою.

При розрахунку вартості капіталу, сформованого з внутрішніх джерел, слід врахувати те, що капітал, наданий підприємству учасниками (власниками), має найбільшу вартість серед усіх доступних джерел. Проте на противагу іншим, більш дешевим, зовнішнім джерелам капіталу, він, залучений із фінансового ринку в попередніх періодах і повинен бути використаний для покриття необхідної норми доходу інвестора.

Для акціонерних товариств альтернативою використанню внутрішнього капіталу є випуск звичайних акцій.

Альтернативою використанню власного капіталу в межах підприємства є його використання для інвестицій в інші підприємства чи надання у позику.

Вирішити проблему оцінки вартості внутрішнього фінансування можна, на нашу думку, виходячи з наступного:

По-перше, прийнятним вважається вибір, найкращий з усіх аналогічних способів залучення капіталу.

По-друге, для оцінки вартості капіталу з внутрішніх джерел застосовують ті ж підходи, що й до визначення відсоткової ставки за користування капіталом із зовнішніх джерел.

По-третє, для вибору вартості капіталу з внутрішніх джерел вважаємо за доцільне враховувати напрямки інвестування цього капіталу. При цьому слід враховувати, що розгляду підлягають вкладення у виробничий капітал.

Виходячи з цього, ми вважаємо, що вартість капіталу, сформованого за рахунок внутрішніх джерел, буде визначатися за аналогією з іншим капіталом, сформованим із зовнішніх джерел.

У випадку неможливості використання капіталу з внутрішніх джерел у межах підприємства, його керівникам, на нашу думку, слід спрямовувати його в інші менш прибуткові інвестиційні проекти з меншою рентабельністю або зробити виплати власникам. Це дозволить коригувати середньозважену вартість капіталу підприємства.

Отже, вартість нерозподілених прибутків у прогнозованому періоді слід прирівнювати до вартості функціонуючого власного капіталу в прогнозованому періоді.

Такий підхід ґрунтується на тому, що якщо сума нерозподіленого прибутку буде виплачена власникам капіталу при розподілі прибутку за результатами звітного періоду, то вони, інвестуючи її в будь-які об'єкти, отримали б певний прибуток, який був би вартістю цього інвестованого капіталу, а підприємство не несло б жодних витрат для відшкодування плати за його використання.

Аналогічно до вартості нерозподіленого прибутку пропонуємо визначати вартість інших елементів власного капіталу – іншого додаткового та резервного капіталу.

Оскільки вартість функціонуючого власного капіталу у прогнозованому періоді та вартість нерозподіленого прибутку в цьому ж періоді рівні, то при оцінці середньозваженої ціни капіталу у прогнозованому періоді вказані

елементи можуть розглядатися як єдиний сумований елемент, тобто включатися в оцінку як сума їх часток у сукупному капіталі.

Після того, як визначена й обґрунтована вартість капіталу за кожним окремим напрямком залучення капіталу, на наступному етапі дослідження необхідно розрахувати середньозважену вартість капіталу. Показник WACC визначається як середня арифметична зважена величини вартості окремих елементів капіталу:

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i * r_i, \quad (2.3)$$

де WACC – середньозважена вартість капіталу підприємства, у відсотках;

w_i - питома вага структурного елементу капіталу, сформованого за рахунок відповідного i -го джерела в сукупній величині капіталу, виражена десятковим дробом;

r_i - відсоткова ставка за користування капіталом, залученим з i -го джерела, у відсотках.

Враховуючи вищевикладене, на першому етапі аналізу слід визначити вартість кожного елемента капіталу та обчислити загальну вартість капіталу підприємства.

При проведенні нашого дослідження розраховувалась середньозважена вартість капіталу Зарубинського, Борщівського, Козлівського, Хоростківського спиртових заводів у 2003 році.

Власний капітал підприємств спиртової галузі області повністю сформований за рахунок державних асигнувань. Протягом аналізованого періоду підприємства не здійснювали жодних виплат із чистого прибутку, а весь отриманий прибуток реінвестувався у виробництво.

Підставою для розрахунку вартості капіталу є інформація, наведена у фінансовій звітності підприємства: в балансі (форма № 1), звіті про фінансові результати (форма № 2), звіті про власний капітал (форма № 4).

Обчислення середньозваженої вартості використовуваного капіталу підприємств спиртової промисловості Тернопільської області наведені в додатку У.

Результати проведеного дослідження (рис. 2.12) свідчать, що середньозважена вартість капіталу серед аналізованих підприємств коливається від 3,81% на Хоростківському спиртовому заводі до 8,83% на Борщівському спиртовому заводі. Слід відмітити, що середньозважену вартість капіталу визначала вартість короткотермінового позиченого та власного капіталу.

На прикладі Зарубинського спиртового заводу було здійснено розрахунок впливу зміни структури та вартості капіталу на розраховану середньозважену вартість сукупного капіталу Зарубинського спиртового заводу. Для проведення розрахунків використано дані таблиці У.2 (додаток У).

Вартість позиченого капіталу, що надходить у розпорядження підприємства, знаходить своє абсолютне вираження у фінансових витратах. Результати проведених досліджень дозволяють оцінити ефективність роботи керівництва щодо управління формуванням капіталу для здійснення господарської діяльності. Отримані з додатку У результати свідчать, що за рахунок структурних змін у джерелах фінансування середньозважена вартість капіталу Зарубинського спиртового заводу зросла на 0,04 %, а за рахунок зміни ціни окремих видів капіталу – на 2,9 %. Взагалі середньозважена вартість капіталу підприємства виросла на 2,93 % (5,45 % – 2,52 %) в порівнянні з попереднім роком, що відповідно веде до зростання витрат на обслуговування капіталу підприємства.

Витрати на сплату відсотків за користування позиченим капіталом мають безпосередній вплив як на формування прибутку від звичайної діяльності, так і на показники ліквідності та платоспроможності підприємства. Поряд із фінансовими витратами, позичений капітал, що знаходиться в розпорядженні підприємства, також впливає на величину прибутку підприємства, причому, характер цього впливу — суперечливий та різноспрямований.

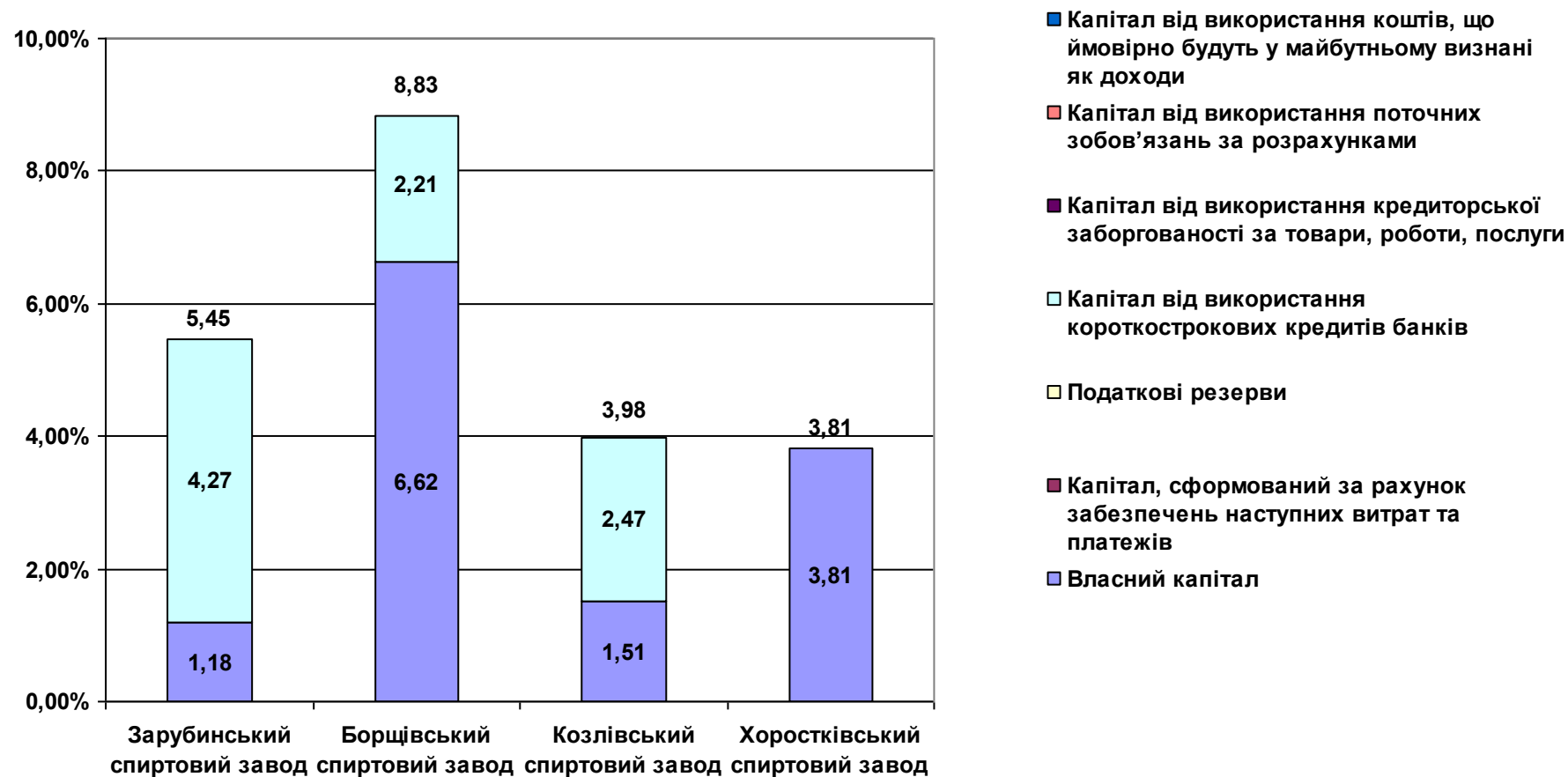


Рис. 2.12. Середньозважена вартість капіталу спиртових підприємств Тернопільської області та вартість структурних елементів, що її визначають*

* На основі даних таблиці У.1

Так, з одного боку, фактичні суми позиченого капіталу спрямовуються на вкладення в активи та служать отриманню прибутку. З іншого боку, обсяг позиченого капіталу призводить до утворення зобов'язань підприємства та має безпосередній вплив на величину прибутку в сторону його зменшення через суми амортизаційних виплат з приводу виконання зобов'язань.

Виходячи з вищевикладеного, вважаємо, що обсяг позиченого капіталу, що надходить в розпорядження підприємства, а також фінансові витрати повинні знаходитися під контролем. У першу чергу аналізу підлягають фактори, що здійснюють безпосередній вплив на прибуток, причому, основну увагу слід приділити показнику фінансових витрат. Саме тому на наступному етапі аналізу дослідження проводилось шляхом:

- аналізу впливу факторів на обсяг позиченого капіталу та величину фінансових витрат;
- аналізу впливу обсягу позиченого капіталу та фінансових витрат на величину прибутку підприємства та показники платоспроможності.

Необхідність виділення напрямків дослідження обумовлена двоїстістю суті показників обсягу позиченого капіталу та фінансових витрат. Так, витрати, пов'язані зі сплатою відсотків, виступають фактором, що здійснює вплив на платоспроможність підприємства і, одночасно, є результатом впливу інших чинників, що його визначають. Величина показника фінансових витрат одночасно виступає об'єктом та результатом управлінського впливу.

Таким чином, етапи аналізу відображають ієрархічне розмежування цілей аналізу. Спочатку досліджується характер впливу факторів на обсяг позиченого капіталу та фінансові витрати.

Розмаїття факторів, які визначають показники, є умовою варіантності рішень, що приймаються. Здійснення факторного аналізу дозволяє відобразити вплив кожного фактора на загальну зміну показника, оцінити наслідки, які може мати те чи інше управлінське рішення. Усе це дає можливість розглядати факторний аналіз як частину обґрунтування управлінських рішень. На цьому

етапі для аналізу бажано використовувати графічне представлення результатів аналізу.

Зміст першого кроку полягає у виявленні залежності між аналізованими показниками й характером прояву їх впливу, що дозволяє вивчити тенденції в поведінці показників і на цій основі виробити правильні управлінські рішення. Так, загальна сума витрат залежить від вартості та обсягу позиченого капіталу. У свою чергу на конкретно встановлювану вартість капіталу впливає ряд факторів. Пропонуємо виділяти такі:

- рівень ринкової ставки позикового процента;
- термін надання позики чи кредиту;
- обсяг капіталу, що надається;
- фінансова надійність партнерів;
- напрямки вкладення капіталу.

Врахування останніх двох із вищенаведених факторів базується на суб'єктивній оцінці кредиторів. В результаті проведених нами досліджень, встановлено, що характер впливу перерахованих факторів наступний:

- поточна ринкова ставка позикового відсотка нівелює чи зрівнює з собою конкретну відсоткову ставку за користування обумовленою сумою капіталу; термін і обсяг наданих кредитів впливають на збільшення конкретної відсоткової ставки, оскільки в дію вступають фактори часу та ризику;
- надійність партнера й напрямки вкладень засобів впливають на підвищення чи зниження ставки залежно від оцінки ризику, що пов'язується з даним підприємством чи інвестицією.

На рисунку 2.13 відображено зміну обсягу витрат, пов'язаних із використанням позиченого капіталу, залежно від середньої ставки позикового відсотка за позичений капітал і терміну, на який він надається. При цьому використано дані про розмір ставок відсотків по кредитному ринку України.

З наведеної діаграми видно, що витрати за користування позиченим

капіталом будуть найменшими для коштів, термін використання яких менший трьох місяців та більший одного року. Тому для зменшення суми фінансових витрат підприємство може надати перевагу використанню капіталу з вказаним терміном.

Обсяг позиченого капіталу, що надходить в розпорядження підприємства, залежить від його розміру, суми відсоткових платежів, умов оплати, тобто від виду прийнятих ставок – відсотків чи облікової, — та умов оплати послуг – із комісійними чи без них. Ці ж фактори впливають і на величину амортизаційних виплат.

Амортизаційні виплати – це регулярні виплати, що спрямовуються на виконання зобов'язань з приводу термінового повернення позиченого капіталу та виплати відсотків за користування ним.

У фінансовій практиці застосовують різноманітні способи нарахування відсотків, що рівнозначне відмінностям у виборі вихідної бази для нарахування. Якщо відсотки нараховуються на первісну вихідну суму позиченого капіталу чи на суму з врахуванням нарахованих за попередній період відсотків (капіталізована сума), то говорять про ставку відсотків. В іншому випадку – нарахування та утримання відсотків із суми кредиту відбувається перед початком терміну користування грошима, тобто застосовують облікову ставку. Сума, яка видається позичальнику, менша від кінцевої суми боргу на величину відсоткових грошей, нарахованих за обліковою ставкою [120, С.150].

Для вивчення характеру впливу вибору типу відсоткової ставки на вартість, обсяг позиченого капіталу та, відповідно, на фінансові витрати, на нашу думку, бажано використовувати табличний спосіб аналізу.

Вивчення залежності між витратами та обсягом капіталу при зміні його вартості дозволило відстежити таку закономірність: ріст вартості та обсягу позиченого капіталу веде до збільшення фінансових витрат, і відповідно, зменшення обсягу споживаного капіталу веде до їх зменшення. Чим вищою є вартість капіталу, тим більша сума витрат припадає на менший обсяг капіталу,

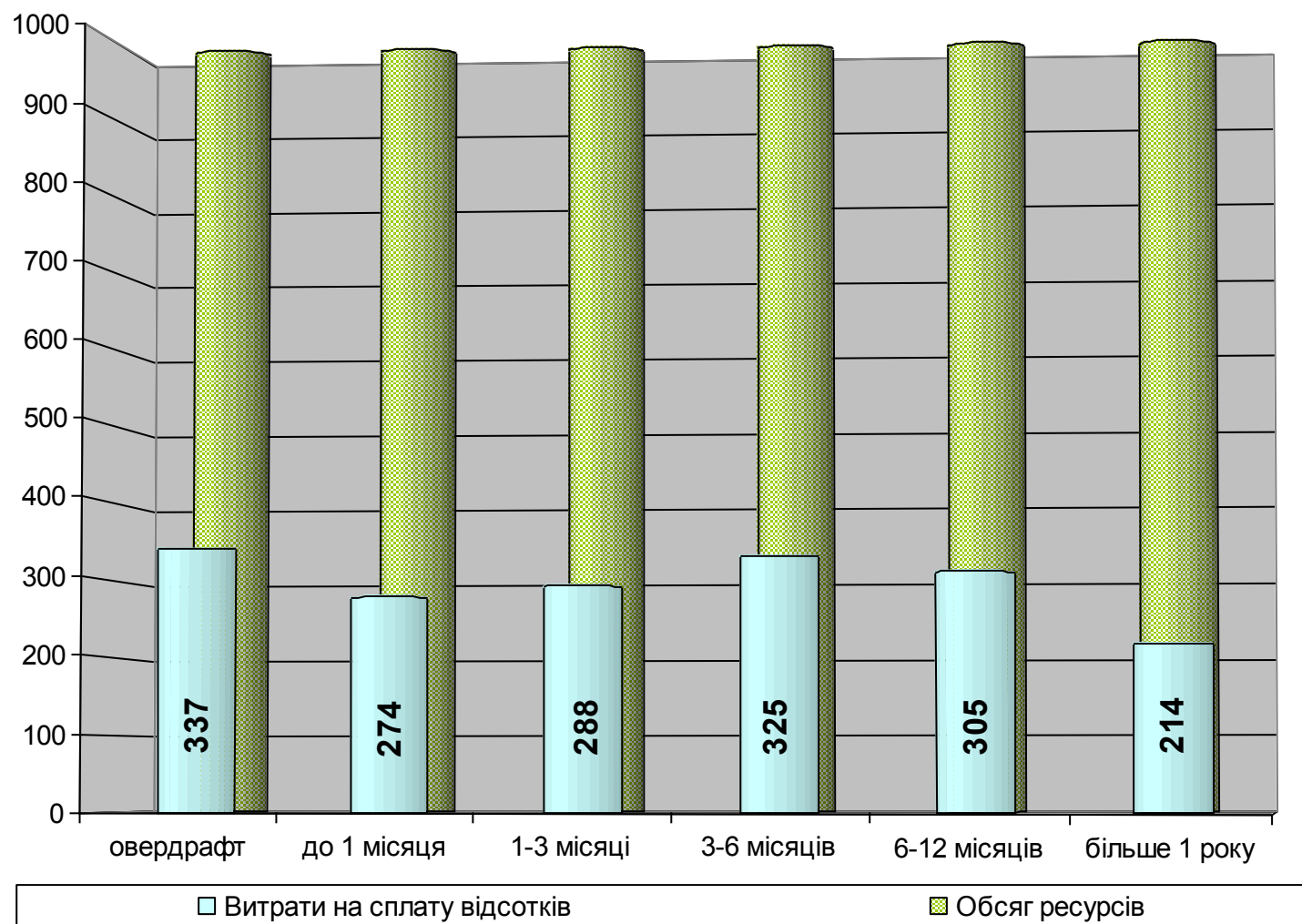


Рис.2.13. Залежність обсягу витрат від терміну погашення наданих капіталу [121]

що споживається. При використанні облікової ставки величина фактичного обсягу позиченого капіталу, що може отримати підприємство на початку позикової операції, зменшується на розмір зростання фінансових витрат за обліковою ставкою.

Вплив вартості капіталу на фактичний розмір фінансових витрат при використанні звичайної ставки відсотків можна розрахувати за допомогою наступного рівняння:

$$INT = rd * D / 100, \quad (2.4)$$

де INT – суми фінансових витрат за користування позиченими капіталом, в гривнях;

rd – рівень ставки відсотків за користування позиченими капіталом, у відсотках;

D – величина позиченого капіталу, у гривнях.

На рис. 2.14 зображено залежність величини фінансових витрат та обсягу позиченого капіталу, що надається підприємству, за умови використання звичайних ставок відсотків та облікових ставок.

З наведеного рисунка видно, що, незважаючи на однакову величину облікової ставки, ставки відсотків та однакову суму фінансових витрат, які понесе підприємство, обсяг капіталу, отриманого підприємством при використанні облікової ставки, буде набагато меншим від обсягу капіталу при використанні ставки відсотків.

Проведені дослідження дозволили виявити, що при використанні різних видів ставок однакові суми витрат припадають на різний обсяг капіталу, що буде отриманий. Нами також виявлено, що при використанні ставок відсотків однакова кількість витрат припадає на більший обсяг позиченого капіталу, тобто проходить більш повільний перерозподіл витрат відносно величини позиченого капіталу.

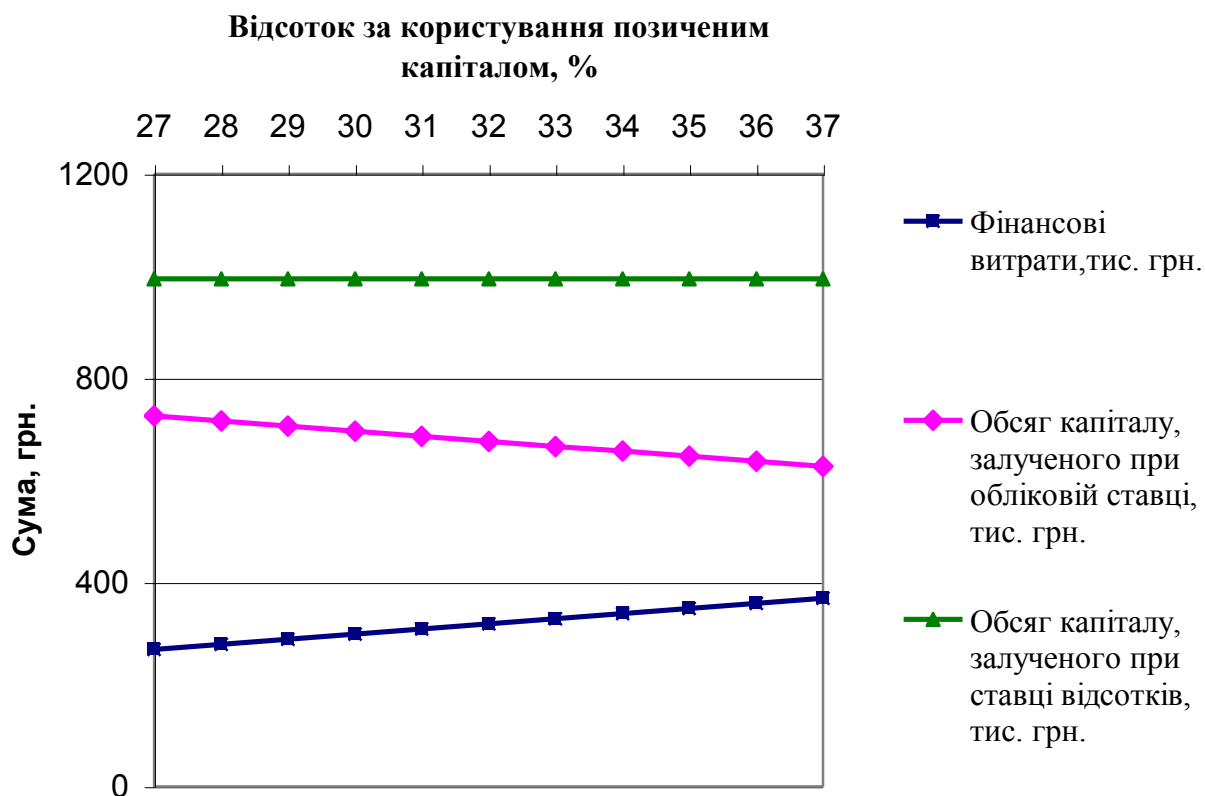


Рис.2.14. Залежність величини витрат та суми позиченого капіталу від вибору виду ставки (при однаковій вартості капіталу)

Спираючись на одержану закономірність, а також виходячи з концепції часової вартості грошей, можна зробити висновок про те, що підприємству більш вигідне використання ставок відсотків, ніж облікових ставок.

На підтвердження цього було розраховано граничні витрати підприємства (ME) щодо залучення кожної одиниці капіталу та реальну ставку відсотка (rr) на прикладі Зарубинського спиртового заводу, яка відображає суму витрат, що припадає на одну гривню фактично отриманого капіталу:

$$ME = \frac{INT}{D}, \quad (2.5)$$

де ME – граничні витрати на одну гривню отриманого капіталу;

INT – суми фінансових витрат за користування позиченим капіталом, в гривнях;

$\bar{D}$ - фактична величина позиченого капіталу, в гривнях.

$$r = \frac{INT}{\bar{D}} * 100\%, \quad (2.6)$$

де r – ставка відсотків, у відсотках;

INT – суми фінансових витрат за користування позиченими капіталом, у гривнях;

$\bar{D}$ - фактична величина позиченого капіталу, в гривнях.

Як видно з проведених розрахунків (таблиця 2.1) підприємство, використовуючи капітал, сформований за рахунок короткотермінових позик при обліковій ставці 46,33 % (додаток У) насправді сплачуватиме 86,31%, що в $\frac{86,31\%}{46,33\%}$ 1,86 разів перевищуватиме витрати при використанні звичайної ставки відсотків.

Таблиця 2.1

Вплив вибору типу ставки на величину фінансових витрат
за період з 31.12.2002р. по 31.12.2003р.

(на матеріалах Зарубинського спиртового заводу)*

Показник	При ставці відсотків	При обліковій ставці
Обсяг капіталу, що залучається, тис. грн.	790,05	790,05
Величина ставки, у відсотках	46,33	46,33
Витрати на сплату відсотків, тис. грн.	366,00	366,00
Обсяг капіталу, що реально отримує підприємство, тис. грн.	790,05	424,05
Граничні витрати, грн. на 1 грн. капіталу	0,4633	0,8631
Величина ставки відсотків, у відсотках	46,33	86,31

* На основі даних додатку У

Формула ставки відсотків, еквівалентної обліковій ставці матиме вигляд:

$$r_p = \frac{r_{ac}}{1 - r_{ac}}$$

Формула облікової ставки, еквівалентної ставці відсотків матиме вигляд:

$$r_{ac} = \frac{r_p}{1 + r_p}$$

де r_{ac} – облікова ставка, у відсотках;

r_p – ставка відсотків, у відсотках.

Для визначення різниці між обліковою та ставкою відсотків, пропонуємо застосовувати наступне рівняння:

$$r_{ac} - r_p = \frac{INT^2}{\bar{D} * (\bar{D} - INT)} * 100 \%, \quad (2.7)$$

де r_{ac} – облікова ставка, у відсотках;

r_p – ставка відсотків, у відсотках;

INT – суми фінансових витрат за користування позиченими капіталом, у гривнях;

$\bar{D}$ – фактична величина позиченого капіталу, в гривнях.

$$r_{ac} - r_p = \frac{366^2}{790,05 * (790,05 - 366)} * 100\% = 39,98 \, \%$$

Із отриманих розрахунків бачимо, що підприємство, використовуючи облікову ставку 46,33 % понесе на 39,98 % більше втрат, ніж за умови використання звичайної ставки відсотків.

Разом з тим, на практиці існує безліч цілей, при яких змінюється привабливість того чи іншого виду ставок, що потребує диференційованого підходу в кожному окремому випадку.

У фінансовій практиці при укладенні та зміні умов контрактів, як правило, застосовують принцип фінансової еквівалентності. Суть його полягає у тому, що при будь-якій зміні умов контрактів фінансові зобов'язання до і

після вказаних змін залишаються однаковими, тобто зберігається незбитковість обох сторін [120, С.177].

Умови надання позиченого капіталу мають вплив на абсолютну суму позиченого капіталу та на суму фінансових витрат. Так, якщо умовами позики передбачена виплата кредитору комісійних сум чи за угодою необхідно внести забезпечення в банк (відсоток від номінальної вартості кредиту, який залишається банку в заставі), то сума фактичного позиченого капіталу зменшиться. Реальна ставка відсотку, що відображає реальну ціну позиченого капіталу, із врахуванням цього фактора зростає.

Фактичні фінансові витрати та фактичну суму позиченого капіталу, при умові застосування облікової ставки рекомендуємо обчислювати з врахуванням умов надання позиченого капіталу:

$$r_p = \frac{r_{ac}}{1 - r_{ac} - dis} * 100, \quad (2.8)$$

де r_p — рівень ставки відсотків, у відсотках;

r_{ac} — рівень облікової ставки, виражений десятковим дробом;

dis — величина знижки в відсотковій ставці з урахуванням умов кредитування, виражена десятковим дробом.

$$INT = r_p * \bar{D} \text{ `}, \quad (2.9)$$

$$\bar{D} \text{ `} = (1 - r_{ac}) * \bar{D}, \quad (2.10)$$

де INT — суми фінансових витрат за користування позиченими капіталом, в гривнях;

r_{ac} — реальна облікова ставка, виражена десятковим дробом;

$\bar{D}$ — величина позиченого капіталу, в гривнях;

r_{ac} — рівень облікової ставки, виражений десятковим дробом;

$\bar{D}$ — фактична величина позиченого капіталу, в гривнях.

Таким чином, урахування виявлених закономірностей та характеристика впливу розглянутих факторів на величину позиченого капіталу та фактичну суму фінансових витрат впливає на якість управлінського рішення, що приймається в сфері політики фінансування, дозволяє оцінити наявні альтернативні варіанти рішень та вибрати найкращий.

Тому при аналізі вивчаються можливі й дійсні наслідки управлінських рішень, що приймаються, та їх вплив на фінансовий стан підприємства. Залежно від мети аналізу такий крок слід розглядати як складову обґрунтування управлінських рішень, що приймаються, або як основу аналізу фінансового стану підприємства. Інформація для проведення такого аналізу може бути отримана з фінансової звітності підприємства.

Нами було проаналізовано вплив сум амортизаційних виплат на показник прибутку підприємства, а через нього й на показники платоспроможності. На цьому етапі аналізу доцільно використовувати як графічний спосіб аналізу, так і аналіз із використанням фінансових коефіцієнтів.

Отримані результати досліджень свідчать, що існують економічні обмеження для обсягу позиченого капіталу та сум витрат на його обслуговування. Значення цих меж обумовлено характером впливу названих чинників на суму прибутку підприємства. Так, величина прибутку залежить від вартості та обсягу позиченого капіталу, а саме, від амортизаційних виплат позиченого капіталу та відсотків за користування ним у відповідному періоді, тобто, існує наступна залежність: збільшення сум амортизаційних виплат позиченого капіталу та фінансових витрат у досліджуваному періоді знижує розмір чистого прибутку. Відповідно обсяг позиченого капіталу для будь-якого підприємства є обмеженим.

Відповідно до чинного законодавства України амортизаційні виплати є обов'язковими до виконання та зменшують результат від звичайної діяльності підприємства. В разі неспроможності підприємства, внаслідок дії об'єктивних

та суб'єктивних чинників, забезпечити величину прибутку, необхідну для виконання даних зобов'язань, власний капітал буде зменшуватися.

Для підтримання високого рівня платоспроможності слід визначати й економічно обґрунтовану межу зовнішнього фінансування підприємства. При цьому для аналітичних досліджень використовують значення показників платоспроможності та ліквідності, характерні для даного підприємства за декілька років. У випадку перевищення даної межі, різко зростатиме ризик неплатоспроможності підприємства.

Проведені дослідження показують, що потреба підтримання платоспроможності накладає обмеження на величину амортизаційних виплат позиченого капіталу та відсотків за користування ним, тому для забезпечення необхідного рівня ми пропонуємо застосовувати наступні обмеження:

$$EBIT - INT - \frac{\bar{D}st}{(1 - T)} \geq 0, \quad (2.11)$$

$$\text{або } CF_{op} - INT - \frac{\bar{D}st}{(1 - T)} \geq 0, \quad (2.12)$$

де $EBIT$ — сума прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та податку на прибуток (далі прибуток) за аналізований період, в гривнях;

INT — витрати, пов'язані з виплатою відсотків за користування позиченим капіталом, в гривнях;

$\bar{D}st$ — суми амортизаційних виплат позиченого капіталу, що підлягають виплаті в досліджуваному періоді, в гривнях;

T — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

CF_{op} — грошовий потік від операційної діяльності, в гривнях.

Це значить, що сукупна величина витрат на сплату відсотків за користування позиченим капіталом та його частини, яка підлягає поверненню в звітному періоді, повинна бути меншою за суму прибутку за той же період.

За рівності сукупної суми фінансових витрат і частини позиченого капіталу, яка підлягає поверненню в аналізованому періоді, та прибутку підприємство знаходиться на межі між платоспроможністю та неплатоспроможністю. В іншому випадку, коли амортизаційні виплати перевищуватимуть суму прибутку, величина власного капіталу зменшуватиметься і підприємство буде неспроможним розраховуватися за своїми зобов'язаннями.

З метою забезпечення платоспроможності підприємства, прибуток повинен бути достатнім для сплати відсотків за користування позиченим капіталом та здійснення амортизаційних виплат позиченого капіталу, що підлягають здійсненню в даному періоді.

В ході аналітичних досліджень була встановлена межа, яка може бути рекомендована як умова забезпечення платоспроможності підприємства.

Після здійснення ряду перетворень в нерівності (2.11), було отримано наступну залежність, яка може служити основою для проведення факторного аналізу:

$$(ROC - r_d * w_d) * \bar{C} - \frac{\bar{D}st}{(1 - T)} \geq 0, \quad (2.13)$$

де ROC – рентабельність капіталу підприємства, виражена десятковим дробом;

r_d — вартість позиченого капіталу, виражена десятковим дробом;

w_d — питома вага позиченого капіталу в сукупному капіталі підприємства, виражена десятковим дробом;

$\bar{C}$ — середньорічна величина капіталу, що знаходиться в розпорядженні підприємства, в гривнях;

$\bar{D}st$ — суми виплат частини позиченого капіталу, що підлягає поверненню в досліджуваному періоді, в гривнях;

T — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом.

Виконання умови даного обмеження забезпечує здатність підприємства збільшувати рентабельність власного капіталу, використовуючи позичений капітал та не завдаючи шкоди платоспроможності, а також дозволяє оцінити доцільність використання позиченого капіталу для підтримання платоспроможності з врахуванням впливу його обсягу та вартості.

Основні положення, що викладені вище, було досліджено на основі показників діяльності Зарубинського спиртового заводу (таблиця 2.2).

Для оцінки впливу обсягу та вартості позиченого капіталу на рівень платоспроможності підприємства було використано значення наступних показників: коефіцієнта покриття прибутком амортизаційних виплат ($K1$), коефіцієнта покриття грошовим потоком амортизаційних виплат ($K2$).

Розглянуті в динаміці вказані коефіцієнти були використані для визначення дотримання умов межі платоспроможності підприємства.

Для розрахунку першого показника ($K1$) використовувався показник прибутку від звичайної діяльності до оподаткування та вирахування фінансових витрат, оскільки це дає можливість оцінити покриття амортизаційних виплат отриманим прибутком, а для розрахунку наступного ($K2$) — грошовий потік від операційної діяльності, що дає можливість обчислити покриття амортизаційних виплат отриманими грошовими коштами від операційної діяльності.

Результати розрахунку показників $K1$ та $K2$ дозволяють визначити дотримання умов, що визначені межею платоспроможності відповідно до умов нерівностей (2.11) та (2.12).

Показник $K1$ дозволяє визначити, в скільки разів отриманий прибуток перевищує фінансові витрати та суми амортизації позиченого капіталу, що повинні бути здійснені в аналізованому періоді. Для розрахунку даного показника беруться тільки ті суми позиченого капіталу, які підлягають погашенню в даному періоді, тобто сума короткотермінового позиченого капіталу та частина довготермінового, яка підлягає поверненню протягом

аналізованого періоду.

Оскільки амортизаційні виплати здійснюються за рахунок грошових коштів, застосування показника К2 дозволяє співставити ці видатки з грошовим потоком від операційної діяльності, що отримує підприємство. Слід відмітити,

Таблиця 2.2

Оцінка рівня і динаміки показників платоспроможності підприємства

за період з 31.12.2001р. по 31.12.2003 р.

(на матеріалах Зарубинського спиртового заводу)*

Економічні показники	Умовне позначення	Рекомендоване значення	За період з 31.12.2001 р. по 31.12.2002 р.	За період з 31.12.2002 по 31.12.2003 р.	Відхилення
1. Прибуток від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та податку на прибуток, тис. грн.	<i>EBIT</i>	-	458,60	2168,40	+ 1709,80
2. Сума фінансових витрат, тис. грн.	<i>INT</i>	$\leq$ п. 1	138,20	366,00	+ 227,80
3. Сума позиченого капіталу, що підлягає виплаті в даному періоді, тис. грн.	<i>Dst</i>	$\leq$ п. 1	3457,35	2660,30	- 797,05
4. Ставка податку на прибуток підприємства, виражена десятковим дробом	<i>T</i>	-	0,3	0,3	-
5. Грошовий потік від операційної діяльності, тис. грн.	<i>CFop</i>	-	-1787,10	1819,70	+ 3606,80
6. Сума амортизаційних виплат позиченого капіталу та фінансових витрат, тис. грн.	$\frac{Dst}{(1-T)} + INT$	$\leq$ п. 1	5077,27	4166,43	- 910,84
7. Коефіцієнт покриття прибутком амортизаційних виплат (К1), виражений десятковим дробом	$\frac{EBIT}{\frac{Dst}{(1-T)} + INT}$	$\geq$ 1	0,09	0,52	+ 0,43
8. Коефіцієнт покриття грошовим потоком амортизаційних виплат (К2), виражений десятковим дробом	$\frac{CFop}{\frac{Dst}{(1-T)} + INT}$	$\geq$ 1	-0,35	0,44	+ 0,79

* На основі даних додатку Н

що до грошового потоку належать, крім одержаного прибутку, ще й суми вивільненого капіталу у вигляді готівки.

Показник K2 характеризує поточну здатність підприємства гасити витрати по відсотках та амортизаційних виплатах сум позиченого капіталу грошовим потоком від операційної діяльності.

Аналіз вказаних показників дозволяє дати оцінку впливу амортизаційних виплат на показник прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства, а через нього і на платоспроможність підприємства.

Результати оцінки показників фінансової платоспроможності нами були розраховані на прикладі Зарубинського спиртового заводу за 2002 р. та 2003 р. і зведені в таблиці 2.2.

У базовому періоді значення показника K1 становило лише 0,09, тобто 9 % вимог, які підлягають погашенню в цьому періоді, можна було погасити за рахунок отриманого прибутку, а в аналізованому періоді значення показника зросло на 0,43 та склало 0,52. Однак, це не відповідає умовам платоспроможності, визначеним у рівнянні (2.11).

Значення показника K2 збільшилося на 0,79 і склало в аналізованому періоді 0,44, тобто амортизаційні виплати покривалися лише на 44% грошовим потоком від операційної діяльності.

Для визначення впливу чинників на зміну показників платоспроможності та визначення резервів подальшого зростання їх рівня, було здійснено факторний аналіз показника K1 (таблиця 2.3).

Застосування прийому ланцюгових підстановок дозволило провести факторний аналіз змін коефіцієнта покриття прибутком амортизаційних виплат (таблиці 2.2 та У.3).

Отримані результати свідчать, що в результаті збільшення прибутку на 1709,8 тис. грн. коефіцієнт K1 збільшився на 0,309, тобто платоспроможність підприємства виросла на 30,9%; за рахунок зменшення короткотермінового боргу на 797,05 тис. грн. коефіцієнт K1 збільшився на 0,158, тобто

платоспроможність виросла на 15,8%; за рахунок зростання фінансових витрат – К1 зменшився на 0,03, тобто або на 3% зменшився рівень платоспроможності підприємства.

На даний час Зарубинецький спиртовий завод має низький рівень платоспроможності. Для його підвищення слід застосувати декілька варіантів управлінських рішень, а саме:

- збільшення величини прибутку до необхідного значення шляхом прискорення оборотності активів;
- першочергового повернення найдорожчих складових позиченого капіталу;
- використання нових джерел при короткотерміновому фінансуванні, зокрема, відкриття кредитних ліній, револьверне кредитування, овердрафт, сезонне кредитування з помісячною компенсацією боргу;
- використання довготермінових джерел фінансування.

Вартість формованого та використовуваного капіталу виступає основним чинником у пошуку оптимальності структури капіталу. Не врахування його, як правило, може призвести до прийняття неефективних рішень щодо розміщення ресурсів.

2.3 Оптимізація структури капіталу підприємства

Потреба фінансування діяльності підприємства для забезпечення бажаного рівня доходів вимагає раціонального управління капіталом. Необхідний обсяг капіталу може бути сформований за рахунок використання джерел утворення як позиченого, так і власного капіталу. Використання позиченого капіталу дає змогу, опираючись на податкові переваги, збільшити рівень фінансової рентабельності (рентабельності власного капіталу), однак необхідно зважати на те, що чим вищим є коефіцієнт заборгованості підприємства, тим вищими є відсотки за користування позиченим капіталом. У несприятливі для підприємства періоди, коли розмір доходів знижується,

підприємство змушене відшкодовувати всі витрати щодо виконання зобов'язань, інакше йому загрожуватиме поглинання або банкрутство.

Сьогодні одним із найбільш актуальних питань у сфері формування капіталу підприємства є визначення такої структури капіталу, яка б дозволила досягти основної мети діяльності підприємства.

Розвиток та розширення діяльності суб'єктів господарювання вимагає постійного залучення додаткового капіталу з зовнішніх джерел, що не завжди позитивно впливає на їх фінансовий стан. Зважений підхід до формування коштів в повному обсязі з різних джерел дозволяє досягнути визначеної мети діяльності. Саме тому формування оптимальної структури капіталу є одним із найважливіших та найскладніших завдань фінансового управління суб'єкта господарювання.

Основною метою діяльності підприємства є не тільки поточне отримання прибутку, але й підтримання високого рівня прибутковості в довготерміновій перспективі. Тому головним завданням, що висувається перед адміністрацією підприємства, є максимізація рівня прибутку в розрахунку на акцію, грошового потоку в розрахунку на акцію, рентабельності власного капіталу, економічно вигідної додаткової вартості. Досягнення цієї мети неможливе без урахування ризику. Оскільки збільшення частки позиченого капіталу підвищує ризик неотримання суб'єктом господарювання прибутку, тому будь-які заходи керівництва в сфері управління формуванням капіталом повинні враховувати компроміс між ступенем ризику та прибутковістю, що забезпечує цей капітал.

Визначне місце в управлінні структурою джерел фінансування активів підприємства належить аналізу як основі для прийняття науково обґрунтованих управлінських рішень.

Метою аналізу є визначення не тільки раціональної структури капіталу, а й визначення впливу її на прибутковість.

Перед керівництвом, яке оптимізує капітал підприємства, стоять наступні завдання:

- визначення структури капіталу за джерелами формування необхідної для максимізації рентабельності власного капіталу та визначення впливу чинників, що її обумовлюють;
- визначення впливу операційного та фінансового важеля на зміну фінансової рентабельності;
- розрахунок „межі байдужості” та вплив її рівня на вибір джерел формування капіталу підприємства.

Процес формування капіталу пов’язаний зі встановленням його оптимальної структури, оскільки це основа для вибору стратегічних напрямків розвитку підприємства та забезпечення максимізації ринкової вартості підприємства.

Найбільш дискусійною концепцією в сфері управління формуванням капіталу підприємства сьогодні залишається поняття структури капіталу. Це пов’язане з тим, що її теоретична концепція є базою для вибору напрямків розвитку підприємства та забезпечує зростання його ринкової вартості.

Під структурою капіталу розуміють співвідношення власного та позиченого капіталу, проте при розгляді складу власного та позиченого капіталу деякі дослідники кожен із цих елементів розуміють по-різному. Одні під структурою капіталу розуміють співвідношення власного та довготермінового позиченого капіталу, інші – власного капіталу, довготермінового позиченого капіталу та короткотермінового банківського кредиту, а інші – всіх форм власного та позиченого капіталу [24, С.43].

Така розмаїтість викликала появу таких понять як фінансова та капіталізована структура. За твердженням деяких авторів, під “фінансовою структурою” слід розуміти спосіб фінансування активів підприємства взагалі, тобто за рахунок усіх джерел формування капіталу, а “капіталізована структура” має вужче значення, тобто обмежується лише довготерміновим позиченим капіталом [122, С.94]. На нашу думку, існування різноманітних підходів перш за все пояснюються поступовим історичним розширенням видів

джерел формування капіталу підприємства.

Ми вважаємо, що під структурою капіталу слід розуміти співвідношення всіх форм власного та позиченого капіталу з різних джерел, що використовуються підприємством у процесі господарської діяльності.

Метою оптимізації структури джерел фінансування підприємства є встановлення такого співвідношення власного та позиченого капіталу, яке б дозволяло в повному обсязі забезпечити досягнення обраного критерію оптимізації.

Суперечки навколо проблеми оптимальності структури капіталу точаться ще з середини ХХ століття, що вилилось у формування ряду узагальнюючих теоретичних концепцій - традиційної, індиферентності структури капіталу, компромісної, протиріччя інтересів при формуванні структури капіталу.

Основу традиційної концепції структури капіталу складає твердження про можливу оптимізацію структури капіталу шляхом врахування вартості окремих його складових частин. Причому вартість власного капіталу є завжди вищою за вартість позиченого капіталу враховуючи ризик його використання та визначається рівнем фінансових результатів діяльності суб'єкта господарювання за попередній період [123, С.18; 124]. Тому збільшення питомої ваги позиченого капіталу веде до зниження середньозваженої вартості капіталу підприємства та росту показника фінансової рентабельності. Недоліком даної концепції є неврахування зростання фінансового ризику з ростом питомої ваги позиченого капіталу, що неодмінно позначається на середньозваженій вартості капіталу.

Основу концепції індиферентності структури капіталу складає твердження про неможливість оптимізації структури капіталу ні за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості, ні за критерієм максимізації ринкової вартості підприємства, оскільки вона не впливає на формування цих показників. Ріст питомої ваги позиченого капіталу, за даною концепцією, не призводить до зменшення середньозваженої вартості капіталу підприємства та

росту рентабельності власного капіталу [125, С.261-296; 126, С.433-443; 127, С.261-276].

Оснoву компромісної концепції структури капіталу складає твердження про те, що вона формується під впливом суперечливих умов, які визначають співвідношення рівня доходності та ризику використання капіталу підприємства, яке в процесі оптимізації необхідно врахувати шляхом відповідного компромісу їх комплексної дії. Прихильники даної концепції стверджують, що середньозважена вартість капіталу може знижуватись лише до так званої точки компромісу. Поза нею різко зростає ступінь ризику неповернення позиченого капіталу, що визначає зростання його вартості та середньозваженої вартості капіталу підприємства. Точка компромісу є оптимальною структурою капіталу. Ця концепція включає в механізм формування структури капіталу ряд реальних умов функціонування економіки та ринку, які не були враховані в попередніх концепціях [128, С.337-348; 129, С.395-403].

Оснoву концепції протиріччя інтересів формування структури капіталу складає твердження про відмінність інтересів та рівня інформованості власників, інвесторів та адміністрації в процесі управління ефективністю його використання, вирівнювання яких веде до збільшення вартості окремих елементів капіталу [130; 131, С.575-592; 132; 133, С.187-221; 134, С.77-96; 135, С.305-360; 136, С.26-35].

Встановлення оптимальної структури джерел формування капіталу здійснюється для досягнення максимального рівня фінансової рентабельності із одночасною мінімізацією середньозваженої вартості капіталу. При цьому слід враховувати рівень операційного та фінансового ризиків, які склалися на даному підприємстві на визначену дату.

На першому етапі аналізу важливо розрахувати оптимальну структуру капіталу та встановити вплив чинників на неї.

Для розрахунку оптимальної структури капіталу, спираючись на критерій

максимізації фінансової рентабельності, застосовують механізм фінансового важеля. Він дає можливість, використовуючи переваги використання позиченого капіталу, збільшити рівень показника рентабельності власного капіталу.

Фінансовий важіль – це фінансовий механізм управління рентабельністю власного капіталу, який базується на оптимізації співвідношення використовуваного власного та позиченого капіталу [24, С.496].

Показник, який відображає абсолютну величину зміни рентабельності власного капіталу за рахунок зміни співвідношення джерел позиченого та власного капіталу, називається ефектом фінансового важеля та описується формулою (2.14) [137, С.17]:

$$\Delta R_{fl} = (1 - T) * (ROC - r_d) * \frac{\bar{D}}{\bar{E}}, \quad (2.14)$$

де ΔR_{fl} – ефект фінансового важеля, у відсотках;

T – рівень податку на прибуток, виражений десятковим дробом;

ROC – коефіцієнт рентабельності капіталу (відношення прибутку від звичайної діяльності до вирахування витрат на сплату відсотків за користування позиченим капіталом та податку з прибутку до середньорічної вартості капіталу підприємства), у відсотках;

r_d – вартість позиченого капіталу, у відсотках;

$\bar{D}$ – середньорічна сума використовуваного підприємством позиченого капіталу, в гривнях;

$\bar{E}$ – середньорічна сума власного капіталу підприємства, в гривнях.

Із поданої вище формули можна виділити три складові частини:

- Податковий коректор $(1 - T)$ (відображає ступінь виявлення впливу ефекту фінансового важеля). З поданого вище рівняння (2.14) бачимо, що зменшуючи рівень оподаткування прибутку, адміністрація підприємства може підсилити дію ефекту фінансового важеля.

- Диференціал фінансового важеля ($ROC - r_d$) (характеризує різницю між показником рентабельності капіталу та величиною рівня відсоткової ставки за користування позиченим капіталом). Він є базовою складовою частиною, від значення якої залежить величина ефекту. В разі перевищення вартості позиченого капіталу над показником рентабельності капіталу диференціал фінансового важеля генеруватиме негативне значення ефекту.
- Коефіцієнт фінансового важеля ($\frac{\bar{D}}{E}$) (відображає співвідношення сум позиченого та власного капіталу). Ця складова є мультиплікатором, що підсилює дію диференціалу.

Результати розрахунків ефекту дозволяють оцінити зміну рентабельності власного капіталу внаслідок зміни питомої ваги власного та позиченого капіталу та виявити таке співвідношення, при якому значення ефекту буде максимальним. Структура, при якій рентабельність власного капіталу максимізується, вважається оптимальною.

Для визначення залежності ефекту фінансового важеля в результаті зміни структури капіталу Зарубинського, Борщівського, Козлівського, Хоростківського спиртових заводів було проведено розрахунки і подано в додатку Ф (таблиці Ф.1 – Ф.5).

Джерелом інформації для здійснення розрахунків служать дані форм фінансової звітності № 1, № 2. Результати обчислень подано на рис. 2.15.

Як показали дослідження, ефект фінансового важеля сягає максимальної позначки на Хоростківському та Зарубинському спиртових заводах (відповідно 1,19% та 7,23% при співвідношенні 50% власних та 50% позиченого капіталу). На Борщівському та Козлівському спиртових заводах нарощення частки позиченого капіталу веде до зростання негативного ефекту фінансового важеля та зниження рівня фінансової рентабельності.

Нами було досліджено вплив зміни величин джерел формування капіталу

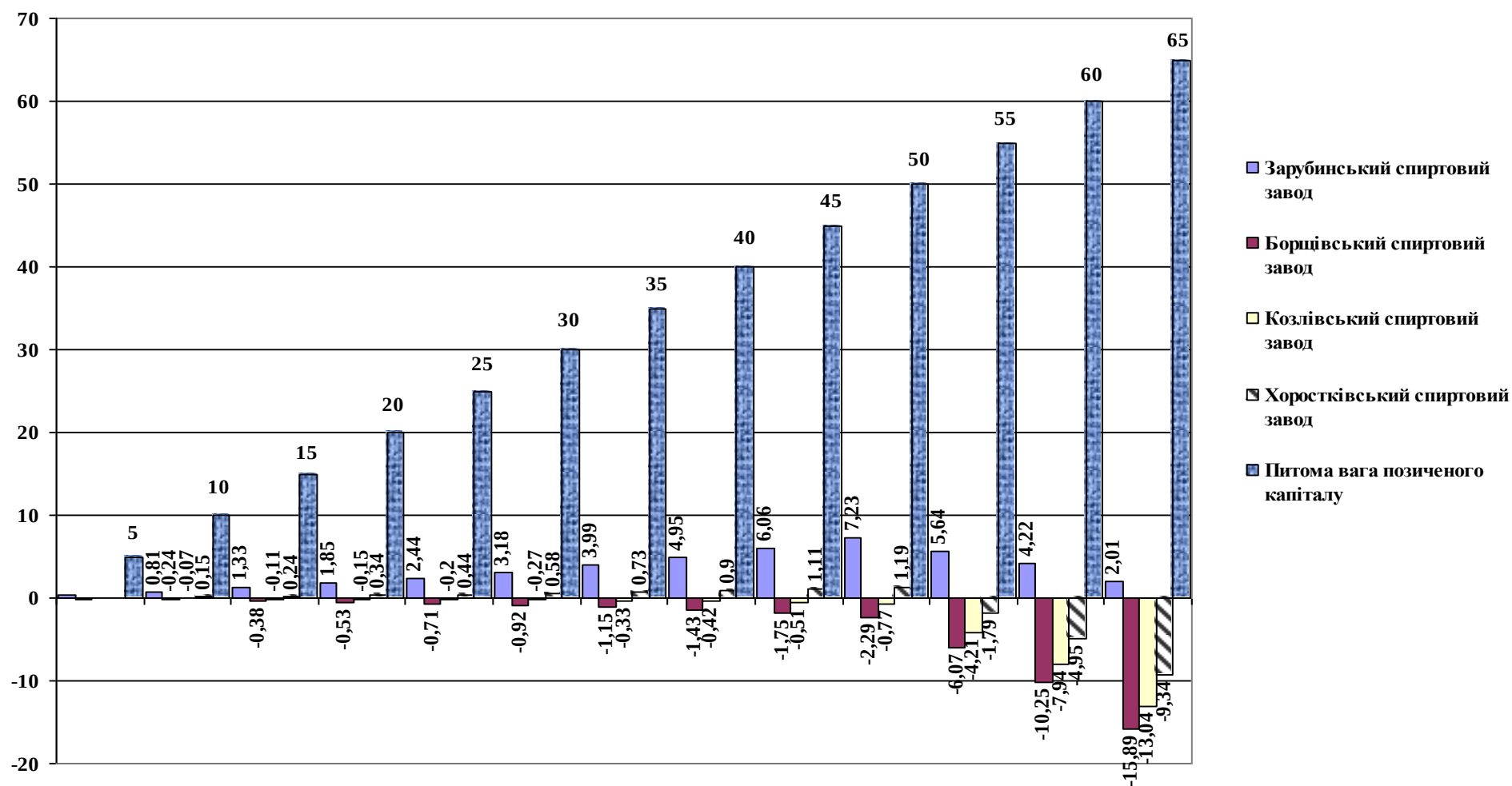


Рис. 2.15. Залежність зміни рівня ефекту фінансового важеля від зміни структури капіталу підприємств спиртової промисловості Тернопільської області

Зарубинського, Борщівського, Козлівського, Хоростківського спиртових заводів на їх визначену оптимальну структуру (додаток Ф1).

Дослідження показали, що коригування структури капіталу Зарубинського та Хоростківського спиртових заводів передбачає збільшення суми позиченого капіталу та одночасне зменшення обсягу власного капіталу на 795,05 тис. грн. та 2482,33 тис. грн. відповідно. Наслідком цього буде зростання їх показників фінансової рентабельності на 2,57 % та 0,64 %.

Результати проведених досліджень дають можливість визначити співвідношення власного та позиченого капіталу, проте вони не дозволяють визначити частки довготермінового та короткотермінового позиченого капіталу, що необхідне для збереження платоспроможності. Рівень питомої ваги капіталу, що формується з короткотермінових джерел, залежатиме від ступеня сприйняття ризику керівництвом підприємства.

Так, при консервативному підході – їх величина завжди буде обмежуватись, а при агресивному – навпаки, зростати. Чим агресивнішим є підхід керівництва до отримання прибутку, тим більшою мірою буде використовуватися короткотерміновий позичений капітал, зважаючи на його низьку вартість. Однак не завжди використання капіталу, що формується з короткотермінових джерел, є благом для підприємства, оскільки це впливає на його фінансовий стан та платоспроможність.

У поданому в § 2.2 рівнянні межі платоспроможності (2.11), було розраховано максимально можливий обсяг використовуваного короткотермінового позиченого капіталу та його максимально допустиму частку в складі позиченого капіталу. Встановлення такого максимального рівня, на нашу думку, дозволяє розрахувати оптимальну структуру джерел капіталу, при якій максимізується фінансова рентабельність із одночасним збереженням платоспроможності підприємства.

Здійснення ряду перетворень у нерівності (2.13) дозволяє отримати

формулу для визначення максимально допустимої величини короткотермінового позиченого капіталу:

$$\bar{D}_{st} = \frac{\bar{C} * (ROC - w_d * r_d) * (1 - T)}{100}, \quad (2.15)$$

де $\bar{D}_{st}$ – середньорічний обсяг короткотермінового позиченого капіталу, в гривнях;

$\bar{C}$ – середньорічний обсяг капіталу підприємства, в гривнях;

ROC – коефіцієнт рентабельності капіталу (відношення прибутку від звичайної діяльності до вирахування витрат на сплату відсотків за користування позиченим капіталом та податку з прибутку до середньорічної вартості капіталу підприємства), у відсотках;

w_d – питома вага позиченого капіталу в сукупному капіталі підприємства, виражена десятковим дробом;

r_d – величина відсоткової ставки за користування позиченим капіталом, у відсотках;

T – рівень податку на прибуток, виражений десятковим дробом.

Отримані в §2.2 результати свідчать про низький рівень платоспроможності аналізованих підприємств. Тому нами було визначено максимально допустимий обсяг та питому вагу капіталу, що може бути сформований із короткотермінових джерел, для існуючої та оптимальної структури джерел фінансування цих підприємств (додаток Ф2).

Результати розрахунків (таблиці Ф2.1 – Ф2.4) показують, що при існуючій структурі максимально допустимий розмір короткотермінового позиченого капіталу для Зарубинського спиртового заводу складає 940,34 тис. грн., або 10,98 % від загальної суми капіталу підприємства.

Для Борщівського спиртового заводу допустимий розмір короткотермінового позиченого капіталу не повинен перевищувати 823,76 тис.

грн., або 7,95 %, для Козлівського спиртового заводу – 1140,51 тис. грн., або 10,10 %, для Хоростківського спиртового заводу – 593,69 тис. грн., або 5,07 %.

Оскільки зроблений нами вище висновок свідчить про перевагу застосування безпозикової структури капіталу через високі фінансові витрати для Борщівського та Козлівського спиртових заводів, то можемо стверджувати, що зростання обсягу короткотермінового позиченого капіталу доцільне лише за рахунок поточних зобов'язань за розрахунками (стійких пасивів) та кредиторської заборгованості за умови їх нульової вартості.

Одержані результати досліджень свідчать про те, що фактичний розмір короткотермінового позиченого капіталу Зарубинського спиртового підприємства становить 30,91 % (додаток Д) обсягу капіталу, хоча для підтримання платоспроможності підприємства допускається максимальна величина розміром 10,98 % сукупного капіталу. Це говорить про високу агресивність фінансової політики, здійснюваної керівництвом підприємства, та низький рівень його платоспроможності. Аналогічні результати отримані й по інших заводах. Так, на Борщівському спиртовому заводі частка короткотермінового позиченого капіталу становила 15,94 %, хоча допускається 7,95 %, на Козлівському спиртовому підприємстві – 21,06 % при обмеженні 10,10%, на Хоростківському спиртовому підприємстві – 18,75 % при обмеженні 5,07 %.

Оптимізація структури джерел фінансування призводить до перерозподілу в джерелах капіталу, співвідношення власного капіталу, довготермінового та короткотермінового позиченого капіталу становитиме у відсотках відповідно для Зарубинського спиртового заводу 50,0 : 39,02 : 10,98, для Борщівського – 92,05 : 0 : 7,95, для Козлівського – 89,90 : 0 : 10,10, для Хоростківського – 50,0 : 44,93 : 5,07.

Розрахована в додатку Ф (таблиці Ф1.1 – Ф1.4) структура джерел капіталу відповідає прибутку від операційної діяльності аналізованих

підприємств за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р. та відповідному рівню рентабельності капіталу підприємства. Тому будь-які коливання розміру прибутку призведуть до зміни рівня фінансової рентабельності. Отже, визначення оптимальної структури капіталу за допомогою рівняння (2.14), на нашу думку, відображає статичний підхід, однак, будь-які коливання обсягу реалізації продукції будуть впливати на доцільність вибору різних джерел для формування капіталу підприємства.

Тому на наступному етапі було розраховано вплив зміни величини обсягу реалізації продукції на рівень показника рентабельності при визначеній структурі капіталу.

Одержану оптимальну структуру джерел, при якій підприємство збирається нарощувати капітал було прийнято за базову.

Розрахунок впливу зміни прибутку від звичайної діяльності до вирахування витрат на виплату відсотків за користування позиченим капіталом та податку на прибуток при визначеній базовій оптимальній структурі джерел фінансування підприємства на зміну рівня рентабельності власного капіталу здійснюється за допомогою виміру коефіцієнта еластичності рентабельності власного капіталу відносно змін у прибутку.

Коефіцієнт еластичності фінансової рентабельності відносно змін у прибутку (далі коефіцієнт еластичності фінансової рентабельності) розраховується за формулою:

$$r_{el1} = \frac{\Delta ROE / ROE_0}{\Delta EBIT / EBIT_0} = \frac{EBIT_0}{EBIT_0 - INT}, \quad (2.16)$$

де r_{el1} – коефіцієнт еластичності фінансової рентабельності відносно змін у прибутку, виражений десятковим дробом;

ΔROE - зміна показника фінансової рентабельності при зміні

структури капіталу, у відсотках;

ROE_0 – показник фінансової рентабельності при базовій структурі капіталу, у відсотках;

$\Delta EBIT$ - зміна прибутку операційної діяльності, в гривнях;

$EBIT_0$ – прибуток від операційної діяльності при базовій структурі капіталу, в гривнях;

INT – величина фінансових витрат на обслуговування зобов'язань з приводу використання позиченого капіталу, в гривнях.

У свою чергу зміна величини прибутку від звичайної діяльності буде залежати від зміни величини обсягу реалізації продукції. Показником, що відображає таку залежність, є коефіцієнт еластичності прибутку від зміни в обсягу реалізації продукції (далі коефіцієнт еластичності прибутку).

Коефіцієнт еластичності прибутку розраховується як відношення темпу приросту прибутку до темпу приросту обсягу реалізації:

$$r_{el2} = \frac{\Delta EBIT / EBIT_0}{\Delta S / S_0} = \frac{\Delta EBIT * S_0}{EBIT_0 * \Delta S}, \quad (2.17)$$

де r_{el2} – коефіцієнт еластичності прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування відносно змін в обсязі реалізації продукції, виражений десятковим дробом;

$\Delta EBIT$ - приріст прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування, в гривнях;

$EBIT_0$ – величина прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування при базовій структурі, в гривнях;

ΔS - приріст обсягу реалізації продукції, в гривнях;

S_0 – величина обсягу реалізації продукції при базовій структурі, в

гривнях.

При відомому обсягу реалізованої продукції (S) коефіцієнт еластичності прибутку відносно змін в обсязі реалізації продукції розраховується за допомогою наступної формули:

$$r_{el2s} = \frac{(S - VC)}{(S - VC - FC)}, \quad (2.18)$$

де r_{el2s} – коефіцієнт еластичності прибутку за певного обсягу реалізованої продукції, виражений десятковим дробом;

S – заданий обсяг реалізованої продукції, в гривнях;

VC – загальні змінні витрати, в гривнях;

FC – постійні операційні витрати, в гривнях.

Значення показника r_{el2s} буде залежати від величини постійних витрат. При зростанні рівня цих витрат величина його прямуватиме до безконечності, тобто незначна зміна обсягу реалізованої продукції приведе до значних коливань у прибутку і навпаки, зменшення рівня постійних витрат викличе зменшення коливань прибутку при зміні обсягу реалізації продукції, а отже, зменшиться ризик неотримання прибутку (операційний ризик).

Показником, що відображає частку постійних витрат у загальних витратах є коефіцієнт операційного важеля.

Коефіцієнт операційного важеля розраховується за формулою:

$$r_{ol} = \frac{FC}{TC}, \quad (2.19)$$

де r_{ol} – коефіцієнт операційного важеля, виражений десятковим дробом;

FC – постійні витрати, в гривнях;

TC – загальні витрати, в гривнях.

Чим вищим є значення коефіцієнта операційного важеля на підприємстві, тим більше воно впливатиме на підвищення темпу приросту прибутку відносно темпу приросту обсягу реалізації продукції.

Чим більшою є частка постійних витрат у сукупних витратах, тим більшою буде чутливість прибутку до обсягу реалізації. Тому чим вищими будуть постійні витрати підприємства, тим вищим буде операційний ризик, оскільки навіть незначне підвищення витрат призведе до відчутного зменшення величини прибутку від звичайної діяльності.

Один із провідних американських спеціалістів у галузі фінансового менеджменту Є.Брігхем зазначає [63, С.491]: “Якщо рівень постійних витрат компанії високий і не опускається в період падіння попиту на продукцію, підприємницький ризик підвищується”.

Інформація про склад постійних та змінних витрат одержується з даних фінансового обліку та звітності підприємства.

При детальному аналізі форм фінансової звітності можна виявити ряд положень, які потребують деталізації. Так, інформація, що подана в формі № 2 “Звіт про фінансові результати” про склад витрат не дає можливості розмежувати на постійні та змінні.

Така ситуація виникає при отриманні даних із синтетичного обліку підприємства. Так, у Плані рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов’язань і господарських операцій підприємств та організацій та Інструкції про застосування плану рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов’язань і господарських операцій підприємств та організацій не передбачено розмежування загальновиробничих витрат, витрат на збут на змінні та постійні [138]. Порядок розмежування постійних та змінних витрат на підприємстві визначається в наказі про облікову політику підприємства [139].

Для покращення даної ситуації пропонуємо відповідно до пункту 11

положення (стандарту) бухгалтерського обліку 16 [46] у складі рахунку 91 "Загальновиробничі витрати" виділяти два субрахунки першого порядку 911 "Змінні загальновиробничі витрати" та 912 "Постійні загальновиробничі витрати", в складі рахунку 93 "Витрати на збут" — субрахунки 931 "Змінні витрати на збут" та 932 "Постійні витрати на збут".

Коли обсяг реалізації продукції підприємства близький до точки беззбитковості, тоді рівень операційного важеля є високим. Із зростанням величини реалізації над точкою беззбитковості рівень операційного важеля буде знижуватися.

Рівень операційного важеля впливає на прибуток від звичайної діяльності. Там, де сповільнюється вплив операційного, починає діяти механізм фінансового важеля, впливаючи на зміни в фінансовій рентабельності.

Чим більшим є обсяг позиченого капіталу, що вимірюється за допомогою рівня фінансового важеля, тим більше буде змінюватися чутливість рентабельності власного капіталу.

Поєднання впливів операційного та фінансового важелів призводить до значних коливань рівня рентабельності власного капіталу при незначних змінах в обсязі реалізації.

Дослідження дії механізму операційного та фінансового важеля дає можливість визначити вплив зміни обсягу реалізованої продукції за базової структури капіталу на зміну фінансової рентабельності. Виходячи із рівнянь (2.16) і (2.18), загальний коефіцієнт еластичності можна визначити за допомогою наступної формули:

$$\begin{aligned}
 r_{el3} = r_{el2s} * r_{el1} &= \frac{\Delta ROE / ROE_0}{\Delta EBIT / EBIT_0} * \frac{\Delta EBIT / EBIT_0}{\Delta S / S} = \frac{(S - VC)}{(S - VC - FC)} * \frac{EBIT}{EBIT - INT} = \\
 &= \frac{(S - S * w_v)}{(S - S * w_v - TC * r_{ol})} * \frac{EBIT}{EBIT - \bar{C} * w_d * r_d}, \quad (2.20)
 \end{aligned}$$

де r_{el3} – загальний коефіцієнт еластичності;

r_{el2} – коефіцієнт еластичності прибутку від змін в обсязі реалізованої продукції, виражений десятковим дробом;

r_{el1} – коефіцієнт еластичності фінансової рентабельності залежно від змін у прибутку, виражений десятковим дробом;

S – величина обсягу реалізації продукції, в гривнях;

VC – загальні змінні витрати, в гривнях;

FC – постійні операційні витрати, в гривнях;

$EBIT$ – величина прибутку від операційної діяльності, в гривнях;

INT – величина фінансових витрат на обслуговування позиченого капіталу, в гривнях;

w_v – частка змінних витрат, що припадають на 1 гривню реалізованої продукції;

TC – загальні витрати, в гривнях;

r_{ol} – коефіцієнт операційного важеля, виражений десятковим дробом;

$\bar{C}$ – середньорічний обсяг капіталу підприємства, в гривнях;

w_d – питома вага позиченого капіталу в сукупному капіталі підприємства, виражена десятковим дробом;

r_d – величина відсоткової ставки за користування позиченим капіталом, виражена десятковим дробом.

Загальний коефіцієнт еластичності об'єднує вплив операційного та фінансового важеля на показник фінансової рентабельності. Корируючи коефіцієнти еластичності, можна управляти впливом операційного та фінансового ризиків. Так, при високому рівні операційного ризику підприємству слід обмежити використання позиченого капіталу, оскільки незначний спад в реалізації продукції може призвести до важкого фінансового стану, та навпаки, при низькому рівні операційного важеля використання позиченого капіталу можливе для підняття рентабельності власного капіталу.

Кількісну оцінку впливу загального важеля можна використати для визначення зміни рентабельності власного капіталу для будь-якої зміни обсягу реалізації за певної базової структури джерел фінансування.

Нами було досліджено вплив чинників на зміну рентабельності власного капіталу на підприємствах спиртової промисловості Тернопільської області (додатки Ф3 та Ф4).

Зокрема, збільшення обсягу реалізованої продукції на Зарубинському спиртовому заводі на 3028,8 тис. грн. або на 90,85% привело до зменшення загального коефіцієнта еластичності на 2,49, зменшення питомої ваги змінних витрат в 1 гривні реалізованої продукції на 0,04 привело до зменшення коефіцієнта на 4,82, зростання величини загальних витрат на 1804,10 тис. грн. – до зростання коефіцієнта на 6,0, зменшення коефіцієнта операційного важеля на 0,18 – до зростання коефіцієнта на 9,32, збільшення прибутку на 1709,8 тис. грн. – до зменшення коефіцієнта на 1,82, збільшення середньорічного обсягу капіталу на 267,35 тис. грн. – до збільшення коефіцієнта на 0,01, зменшення частки позиченого капіталу на 0,11 – до зменшення коефіцієнта на 0,08, збільшення вартості позиченого капіталу на 0,07 – до збільшення коефіцієнта на 0,74. Сукупний вплив зміни чинників привів до зростання загального коефіцієнта еластичності на 6,86 та становив в 2003 році 6,03.

Значення загального коефіцієнта еластичності показує, що збільшення обсягу реалізованої продукції на 1% приведе до зростання фінансової рентабельності на 6,04%. Величина коефіцієнта еластичності прибутку складала 5,01. Такий високий рівень його пояснюється досить великою часткою постійних витрат у загальних. Це свідчить про високий рівень операційного ризику та недоцільність збільшення частки позиченого капіталу. Лише в випадку зниження частки постійних витрат можна розглядати можливість коригування структури підприємства до оптимального значення.

Аналогічні висновки можна зробити щодо Борщівського, Козлівського,

Хоростківського спиртових заводів.

На наступному етапі було знайдено межу байдужості, необхідність визначення якої пов'язана із коливанням обсягу реалізації продукції та потребою у визначенні доцільності застосування обрахованої оптимальної структури.

Межа байдужості – це такий рівень реалізації продукції, при якому рентабельність власного капіталу залишається незмінною, незважаючи на те, чи використовує підприємство позичений капітал, чи фінансує діяльність за рахунок власного капіталу. Межа байдужості визначається за наступною формулою:

$$ROE_1 = \frac{S_{indif} - VC - FC - INT_1}{\bar{E}_1} * (1-T) = \frac{S_{indif} - VC - FC - INT_2}{\bar{E}_2} * (1-T) = ROE_2, \quad (2.21)$$

звідси

$$S_{indif} = \frac{VC * (1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2}) + FC * (1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2}) + INT_1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2} * INT_2}{(1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2})}, \quad (2.22)$$

де ROE_1 — рентабельність власного капіталу при заданій структурі капіталу, виражена десятковим дробом;

S_{indif} — обсяг реалізації продукції в точці байдужості, в гривнях;

VC — загальні змінні витрати, в гривнях;

FC — постійні операційні витрати, в гривнях;

INT_1 — фінансові витрати за користування позиченим капіталом при заданій структурі капіталу, в гривнях;

$\bar{E}_1$ — середньорічна вартість власного капіталу при заданій

структурі, в гривнях;

T — рівень ставки податку на прибуток, виражений десятковим дробом;

INT_2 — фінансові витрати на обслуговування позиченого капіталу при оптимальній структурі, в гривнях;

$\bar{E}_2$ — середньорічна вартість власного капіталу при оптимальній структурі, в гривнях;

ROE_2 — рентабельність власного капіталу при оптимальній структурі, виражена десятковим дробом.

За умови відображення змінних витрат у вигляді частки в обсязі реалізації, рівняння (2.22) набуде вигляду:

$$S_{indif} = \frac{FC * (1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2}) + INT_1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2} * INT_2}{(1 - \frac{\bar{E}_1}{\bar{E}_2}) * (1 - w_v)}, \quad (2.23)$$

$$\text{де } w_v = \frac{VC}{S}, \quad (2.24)$$

S_{indif} — обсяг реалізації продукції на межі байдужості, в гривнях;

FC — постійні операційні витрати, в гривнях;

$\bar{E}_1$ — середньорічна вартість власного капіталу при заданій структурі, в гривнях;

$\bar{E}_2$ — середньорічна вартість власного капіталу при оптимальній структурі, в гривнях;

INT_1 — фінансові витрати за користування позиченим капіталом при заданій структурі капіталу, в гривнях;

INT_2 — фінансові витрати на обслуговування зобов'язань з приводу використання позиченого капіталу при оптимальній структурі, в гривнях;

w_v — питома вага змінних витрат в 1 гривні реалізованої продукції;

VC — загальні змінні витрати, в гривнях;

S — обсяг реалізації продукції підприємства, в гривнях.

Розрахунок межі байдужості підприємств Спиртової промисловості Тернопільської області подано в додатку Ф5.

Отримане значення межі байдужості на Зарубинському спиртовому заводі показує, що за обсягу реалізації продукції розміром 9807,69 тис. грн., фінансова рентабельність при безпозиковій та оптимальній структурах джерел будуть рівні. За умови зниження обсягу реалізації нижче точки байдужості перевага використання власного капіталу перед позиченим капіталом буде зростати, та навпаки, при перевищенні обсягу реалізації продукції над точкою байдужості використання позиченого капіталу дасть можливість підняти рівень фінансової рентабельності набагато вище, ніж при використанні власного капіталу.

На Борщівському, Козлівському, Хоростківському спиртових заводах значення межі байдужості становило відповідно 28547,41 тис. грн., 65583,68 тис. грн., 26183,23 тис. грн. (додаток Ф5)

За період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р. на Зарубинському спиртовому заводі обсяг реалізації продукції склав відповідно 6362,8 тис. грн., на Борщівському — 13868,6 тис. грн., на Козловському — 23979,4 тис. грн., на Хоростківському — 20678,1 тис. грн. (додаток Н), що набагато нижче від значення точки байдужості. Тому за такого обсягу реалізації продукції на цих підприємствах недоцільно використовувати позичений капітал через його низьку здатність забезпечити приріст фінансової рентабельності.

Висновок про доцільність застосування власного капіталу за низького обсягу реалізації продукції підтверджує припущення теорії сигналізування про те, що за умов існування асиметричної інформації щодо планів розвитку, підприємства з непоганими перспективами розвитку залучають капітал шляхом збільшення частки позиченого капіталу. Це дозволяє уникнути можливого

дроблення привілеїв майбутнього зростання. Та навпаки, підприємства з несприятливими перспективами залучають інвестиції, оскільки вони є засобом залучення нових інвесторів для розподілу ймовірних майбутніх збитків [24, С.55].

Тому оголошення про залучення додаткових інвестицій підприємством з непоганими показниками рентабельності свідчить про його ймовірні майбутні труднощі. Це викликає ріст вартості власного капіталу підприємства через зростання ризику вкладення в нього капіталу.

За умови перевищення точки байдужості вигідним стає використання позиченого капіталу, однак адміністрація підприємств, як правило, використовує менше позиченого капіталу, ніж передбачає оптимальна структура. Це робиться для того, щоб мати можливість отримати позичений капітал пізніше, за появи надзвичайно вигідної можливості інвестування (не збільшуючи вартість позиченого капіталу).

Результати проведених досліджень дозволяють стверджувати, що оптимальну структуру джерел капіталу визначають наступні фактори:

1. Стабільність обсягу реалізації продукції. Підприємство, яке має стабільний обсяг реалізації, вищий за точку байдужості, може збільшувати обсяг позиченого капіталу та нести більші постійні витрати, ніж підприємство із нестабільним обсягом реалізації.
2. Структура активів. Підприємства, активи яких можуть бути використані в різних видах діяльності, використовують позичений капітал більше, ніж підприємства, застосування активів яких є вузьке.
3. Величина операційного ризику. Підприємство з низьким коефіцієнтом операційного важеля може краще використати механізм фінансового важеля, оскільки взаємодія операційного та фінансового важелів визначає в цілому вплив зміни обсягу реалізованої продукції на фінансову рентабельність.

4. Податкові переваги. Чим вищим є коефіцієнт оподаткування прибутку підприємства, тим вигіднішим буде використання позиченого капіталу. Зниження коефіцієнта оподаткування через застосування податкових пільг та виведення основної частки доходу з-під оподаткування веде до зниження переваги застосування позиченого капіталу.
5. Темп росту обсягу реалізації. Підприємства з високими темпами росту обсягу реалізації перш за все покладаються на використання зовнішнього капіталу, на відміну від підприємств з низькими темпами росту.
6. Прибутковість. Підприємства з високим показником рентабельності власного капіталу використовують відносно невеликий обсяг позиченого капіталу, оскільки достатня величина отриманого прибутку дозволяє здійснювати фінансування своєї діяльності за рахунок нього.
7. Фінансова гнучкість або спроможність нарощувати капітал в обумовлені строки за несприятливих умов. Потреба в коштах та наслідки їх нестачі мають значний вплив на структуру капіталу.
8. “Консерватизм” або “агресивність” адміністрації підприємства. “Агресивні” керівники більш схильні використовувати позичений капітал з метою прискорення одержання прибутків, ніж “консервативні”.
9. Думка кредиторів та рейтингових агенств. Незалежно від внутрішніх аналітичних досліджень на підприємстві щодо оптимальної структури капіталу, думка кредиторів та рейтингових агенств також є важливою при вирішенні питань встановлення оптимальної структури джерел капіталу.

Висновки до розділу 2

1. Аналіз структури капіталу підприємства за пропонованою автором

методикою дозволяє дати загальну оцінку джерелам формування капіталу на підприємстві, відстежити напрямки його розміщення, оцінити характер застосовуваних методів фінансування діяльності та інвестиційного процесу, зробити загальний висновок про вплив вибору джерел фінансування та напрямків розміщення капіталу на фінансову стійкість та платоспроможність підприємства. Саме тому традиційний підхід до методики аналізу структури капіталу рекомендовано доповнити аналізом показників фінансової стійкості та платоспроможності, що дає можливість поглибити висновки щодо оптимальності структури капіталу за джерелами утворення.

2. Ефективне використання капіталу передбачає його раціональне розміщення в необоротних та оборотних активах. Зважаючи на те, що розмір капіталу визначається обсягом необоротних та оборотних активів, які необхідні для виготовлення певної кількості продукції, варто також мати на увазі, що тимчасово вільний капітал у вигляді зайвих оборотних активів не тільки не генерує прибуток, але й спричиняє зайві витрати. Коригуючи обсяг оборотних активів до необхідного (оптимального) їх рівня, можна зменшити потребу в капіталі за короткий термін часу, а отже, покращити ефективність використання вкладеного капіталу. Автором рекомендовано аналіз структури капіталу доповнити аналізом стану оборотних активів, які є чутливими до впливу змін у структурі фінансування.

3. Застосування показника необхідного рівня оборотного капіталу, запропонованою автором, дозволяє визначити повноту використання вкладених коштів, прогнозувати потребу в оборотному капіталі для здійснення заданого рівня діяльності, а порівняння з величиною постійного оборотного капіталу — виявити його надлишок або дефіцит.

4. Ефективне управління капіталом підприємства тісно пов'язане із визначенням економічної категорії „вартість капіталу”. Вона є основним детермінантом, що здійснює вплив на ефективність роботи підприємства та

управлінські рішення щодо руху капіталу та його структури. В контексті аналізу формування капіталу під вартістю капіталу слід розуміти витрати, які несе підприємство внаслідок використання капіталу, сформованого з певного джерела.

5. Витрати на відшкодування вартості позиченого капіталу та обсяг амортизаційних виплат здійснюють безпосередній вплив на формування прибутку від звичайної діяльності і на показники ліквідності та платоспроможності підприємства. Обсяг позиченого капіталу, що надходить у розпорядження підприємства, а також фінансові витрати повинні бути об'єктом аналізу, який пропонуємо проводити в двох напрямках: аналіз впливу факторів на обсяг позиченого капіталу та величину фінансових витрат; аналіз впливу обсягу позиченого капіталу та фінансових витрат на величину прибутку підприємства та показники платоспроможності.

6. Результати аналізу впливу обсягу позиченого капіталу та фінансових витрат на величину прибутку підприємства та показники платоспроможності свідчать, що незважаючи на перевагу застосування позиченого капіталу в господарській діяльності (здебільшого через низьку вартість) значні обсяги фінансових витрат та амортизаційних виплат приводять до вилучення прибутку підприємства. При низькому абсолютному розмірі прибутку (навіть коли високий рівень показника фінансової рентабельності) підприємству загрожуватиме неплатоспроможність. Для підтримки високого рівня платоспроможності підприємства автором рекомендоване визначення економічно обґрунтованої межі платоспроможності підприємства.

7. Існуюча методика розрахунку оптимальної структури капіталу дозволяє визначити таке співвідношення власного та позиченого видів капіталу, при якому показник фінансової рентабельності максимізується. Вона є статичною та дозволяє визначити оптимальну структуру капіталу при визначеному обсязі реалізації продукції. При визначенні фінансового ефекту від використання

позиченого капіталу необхідність урахування встановленої структури капіталу за умови невизначеності майбутнього обсягу реалізації продукції потребує ще й коригування на коефіцієнти еластичності. На основі визначеної межі платоспроможності нами запропонований розрахунок максимально допустимого обсягу залучення короткотермінового позиченого капіталу.

8. З метою визначення доцільності застосування структури капіталу підприємства (за статичним підходом), автором рекомендовано розраховувати показник межі байдужості. Це дозволить визначити вигідність фінансування активів підприємства за рахунок власного або позиченого капіталу за прогнозованого обсягу реалізації продукції.

РОЗДІЛ 3

ФІНАНСОВЕ ПРОЕКТУВАННЯ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

3.1. Аналіз потреби підприємства в капіталі

Здійснюваний державою процес реформування економіки створює сприятливі умови для підвищення ділової активності підприємств і зростання конкуренції між ними. Це вимагає від суб'єктів господарювання об'єктивної оцінки своєї діяльності з погляду адекватності існуючих обставин та економічної ефективності, що є досить складним завданням в умовах нестачі ресурсів для фінансування поточної та перспективної діяльності, відсутності дієвих методів здійснення фінансово-економічної стратегії.

За визначенням американських дослідників Р.Ленца, П.Лоуренса і Дж.Лорша зовнішнє середовище, в якому функціонують підприємства, є основним джерелом невизначеності в їх економічній діяльності [140]. Найбільший прояв ця невизначеність має в сфері управління капіталом. Тому виникає необхідність побудови такої стратегії підприємства, яка б враховувала всі обставини, що можуть вплинути на фінансовий стан та продуктивність роботи підприємства.

В умовах існування конкурентного середовища першочергового значення набуває розв'язання завдань щодо розробки та впровадження нових технологій управління, регулювання та планування економічних параметрів діяльності підприємства, визначення тенденцій розвитку його фінансового стану та перспективних фінансових можливостей. На їх розв'язок спрямована побудова фінансової стратегії підприємства, що є частиною загальної стратегії розвитку [141, С.97].

У дефініції американського економіста А.Чендлера “стратегія – це визначення основних довготермінових цілей і завдань підприємства, прийняття курсу дій і розподіл ресурсів, необхідних для виконання поставлених цілей”

[140, С.16].

Фінансова стратегія суттєво впливає на загальну стратегію діяльності підприємства. Вона показує, яким буде підприємство в майбутньому за умови здійснення ряду заходів тактичного характеру, тобто “ є основою для вибору альтернативи, що зумовлює природу та напрям організації фінансових відносин” [142, С.6; 143, С.53].

Реалізація фінансової стратегії підприємства забезпечує формування та ефективне використання капіталу, виявлення найефективніших напрямків його інвестування, з'ясування відповідності дій адміністрації фінансовому стану підприємства, визначення головної загрози з боку конкурентів та шляхів досягнення переваги над ними. Досягнення цілей, визначених при її побудові, можливе лише шляхом здійснення детально спланованих дій.

Фінансове планування передбачає розробку заходів, спрямованих на досягнення фінансових цілей для виживання підприємства у разі існування загрози ззовні та забезпечення наявності декількох варіантів поведінки підприємства під впливом невизначеності зовнішнього середовища та особливостей дії внутрішніх факторів.

На думку І.Н. Герчикової [144, С.177], призначення фінансового планування полягає в прагненні завчасно врахувати дію всіх можливих внутрішніх та зовнішніх факторів, які забезпечують сприятливі умови для нормального функціонування та розвитку підприємств. Воно передбачає розробку комплексу заходів, які визначають послідовність досягнення конкретних цілей з урахуванням можливостей найбільш ефективного використання капіталу суб'єкта господарювання.

Для досягнення високих результатів фінансово-господарської діяльності, створення умов, які б забезпечили платоспроможність підприємства та фінансову стійкість, виникла потреба відновлення системи фінансового планування.

Недооцінка планування, яка спостерігається останніми роками, значною

мірою зумовлена неправильними підходами до використання цього інструменту управління. Це знайшло свій вияв в умовах адміністративної системи господарювання та скомпрометувало саму ідею планування. З іншого боку, як переконує досвід економічно розвинутих країн і вітчизняна практика, відсутність планів або прорахунки в їхньому складанні є суттєвим чинником, який може зумовити фінансову кризу на підприємстві [145, С.17; 146, С. 45; 147, С.3].

Процес трансформації вітчизняної економіки до ринкової системи господарювання суттєво змістив акценти в процесі планування. Його особливістю на сучасному етапі є те, що воно позбулося ознак директивності, перетворившись у внутрішньо фірмове.

Відповідно до Закону України від 21.09.2000 р. “Про внесення змін до статті 20 Закону України “Про підприємства в Україні” [148, с. 272] на державних підприємствах фінансове планування відновлено і кожне державне підприємство (крім казенного) може самостійно скласти фінансовий план, який затверджується до 1 липня року, що передує плановому.

Для недержавних підприємств це положення має лише рекомендаційний характер, однак його дотримання є необхідною умовою для одержання кредитів та розробки бізнес-планів.

На думку американських економістів Е. Брігхема та Л. Гапенські планування має особливе значення в діяльності підприємства.

По-перше, воно допомагає перевірити реальність цілей, що встановлені адміністрацією. Використання прогнозів, що побудовані з метою досягнення нереальних цілей, може призвести до погіршення економічного та фінансового стану підприємства.

По-друге, фінансове планування допомагає заздалегідь визначити потребу в капіталі. Якщо засоби необхідні, для розширення обсягу реалізації продукції в даному році неможливо віднайти, то за такого стану слід скоригувати прогноз приросту обсягу реалізації продукції в сторону зменшення. І навпаки, коли

необхідні кошти будуть все ж таки віднайдені, треба наперед визначити джерела їх формування.

Оскільки залучення капіталу вимагає часу, то “час і гроші можна зберегти лише за допомогою ретельного планування” [149, С. 829].

Фінансове планування — це деталізований розпис дій, що враховує ймовірність настання певних подій. У свою чергу, планування будь-якої діяльності неможливе без детального аналізу функціонування суб'єкта господарювання.

Предметом нашого дослідження є аспект формування капіталу, тому досить важливе тут є акцентування уваги на аналітичному обґрунтуванні потреби в коштах у майбутніх періодах, а також факторів, що її визначають.

Особливістю аналізу потреби підприємства в капіталі є розгляд явищ, процесів господарської діяльності з точки зору майбутнього, тобто перспективи розвитку. Ця перспективна оцінка базується на фактах минулого та нинішнього фінансового стану суб'єкта господарювання з метою знаходження ключових елементів, що найбільш ймовірно вплинуть на майбутній фінансовий стан підприємства.

Перспективний аналіз потреби підприємства в капіталі проводиться на основі проектів фінансових звітів та є інструментом оцінки короткотермінових та довготермінових перспектив розвитку фінансового стану підприємства.

Результати аналітичних досліджень служать основою для забезпечення керуючої підсистеми інформацією про майбутні потреби в капіталі та забезпечення вирішення завдань стратегічного управління. Враховуючи несприятливий вплив зовнішнього середовища, вони дають можливість підтримувати фінансову рівновагу підприємства, а також є основою для розробки деталізованого плану дій на наступний період, впровадження стратегії розвитку підприємства, визначають подальші кроки підприємства та необхідні для підтримання його розвитку джерела утворення капіталу. Завдання такого аналізу, що визначаються його місцем в системі аналізу формування капіталу

підприємства, наступні:

1. Визначення розміру капіталу, необхідного для виконання поставлених завдань в прогнозованому періоді.
2. Визначення обсягу капіталу, який буде мобілізовано з внутрішніх джерел протягом того ж періоду.
3. Визначення обсягу капіталу, який слід залучити з зовнішніх джерел, та джерел його утворення.

Відповідно до поставлених завдань визначають наступні етапи аналітичних досліджень з обґрунтування потреби підприємства в капіталі:

1. Вивчення можливостей росту обсягу реалізації продукції та прогнозування результатів фінансово-господарської діяльності.
2. Проектування розміру активів, необхідних для виготовлення заданої кількості продукції, та обсягу “спонтанно” утворюваного капіталу.
3. Розрахунок необхідного обсягу капіталу та аналіз впливу факторів, що його визначають.
4. Аналіз граничної вартості капіталу та визначення джерел його формування.

Одним з найважливіших етапів роботи фінансового аналітика є прогнозування обсягу реалізації продукції в майбутніх періодах. Величина його важлива, оскільки вона є основою для фінансового прогнозування. Глибина аналітичних досліджень щодо можливостей збуту продукції буде залежати від завдань, що стоять перед адміністрацією підприємства. Основою для прогнозування величини реалізації продукції будуть результати ситуаційного та маркетингового аналізу.

Прогноз обсягу реалізації продукції є початком усього процесу прогнозування та дає змогу отримати інформацію про:

- передбачувані затрати, які пов’язані з реалізацією продукції та маркетинговими рішеннями;
- потребу в трудових, матеріальних ресурсах та організації їх

використання [150, С.45].

Саме тому на першому етапі слід спрогнозувати обсяг реалізації продукції в майбутніх періодах у діапазоні планового горизонту, тобто відрізок часу, на який сфокусований процес фінансового планування.

Його можна умовно розділити на кілька підетапів.

Перший підетап передбачає аналіз зміни обсягу реалізації продукції.

Щорічні темпи приросту реалізації продукції можуть бути нерівномірними, тому аналітику насамперед слід з'ясувати причини такої нерівномірності. Підставою для цього може бути послаблення конкурентної позиції або розширення ринків збуту.

Під час визначення величини обсягу реалізації продукції проводиться аналіз за основними товарними групами та досліджується їх динаміка.

На другому підетапі проводиться аналіз кон'юнктури ринків збуту. При цьому досліджується реальна та потенційна ємність ринку щодо продукції підприємства, оцінюються можливості основних конкурентів на даному ринку, рівень конкуренції на ринку та конкурентноздатність продукції підприємства, тенденції економічного розвитку країни, величина вкладень, інвестицій у науково-дослідні роботи, валютний курс, стан грошового обігу, прогнозовані темпи інфляції.

На третьому підетапі розраховується майбутня частка ринку, яку займе підприємство, аналізуються його виробничі та дистриб'юторські можливості, потенціал конкурентів, розглядаються питання виробництва нових видів продукції підприємством та його конкурентами, стратегія ціноутворення, умови кредитування та можливості просування товарів.

Четвертий підетап передбачає аналіз інформації про вартість невиконаних замовлень та тенденцій у русі нових замовлень на продукцію підприємства.

На останньому, п'ятому підетапі, розраховуються обсяги реалізації за окремими товарними групами та в цілому по підприємству.

Дослідження саме в такій послідовності, дають можливість якнайточніше

спрогнозувати обсяг реалізації продукції.

На думку американського дослідника С.Росса [151, С. 86] недбало зроблені прогнози реалізації продукції можуть призвести до втрати ринкової частки та погіршення фінансового стану підприємства. Так, з одного боку, надто песимістичний прогноз може викликати зростання незадоволеного попиту, переключення споживачів на продукцію конкурентів, а отже, і втрати частки ринку, яку важко буде потім повернути. З іншого боку, надто оптимістичний прогноз реалізації продукції може призвести до імобілізації оборотного капіталу, недостатнього завантаження виробничих потужностей. А це, в свою чергу, призведе до зниження оборотності, збільшення амортизаційних відрахувань, підвищення витрат на зберігання запасів товарно-матеріальних цінностей, зниження рентабельності власного капіталу та зниження ринкової вартості підприємства.

Для проведення повноцінного дослідження аналітику необхідно мати в своєму розпорядженні надійну інформаційну базу, яку умовно поділяють на дві складові частини:

- система внутрішньої звітності самого підприємства;
- система зовнішньої інформації про становище конкурентів та ситуацію на ринку.

Основу першої системи складає офіційна звітність про випуск продукції, її якість та рентабельність, матеріали оперативно-технічного обліку параметрів продукції, які необхідні для здійснення оперативного управління виробництвом та реалізацією продукції. До неї належать статистична звітність за формою 1-П, фінансова звітність за формою 2, технічна документація, яка визначає параметри видів продукції підприємства, договірні та нормативно-довідкова інформація про зміни в поведінці покупців продукції, матеріали Головної книги та аналітичного обліку за бухгалтерськими рахунками 28 “Товари”, 37 “Розрахунки з різними дебіторами”, 68 “Розрахунки за іншими операціями”, 69 “Доходи майбутніх періодів”, 70 “Доходи від реалізації”.

До інформації про конкурентів відноситься інформація, отримана як результат вивчення продукції конкурентів, матеріали та висновки спеціалізованих конкурентних фірм, результати аналізу рекламної продукції конкурентів, інформація, отримана на спеціалізованих виставках, зборах акціонерів, інформація торгових агентів конкурентів, інформація інсайдерів, інформація в пресі, матеріали професійних асоціацій, офіційних звітів конкурентів.

Інформація про ситуацію на ринку міститься в матеріалах державних служб статистики, спеціалізованих та періодичних виданнях, матеріалах телебачення та радіо, результатах анкетувань. Для підвищення точності прогнозування можна використати результати досліджень фірм, що спеціалізуються на складанні макроекономічних та галузевих прогнозів.

Методи, які використовуються для прогнозування обсягу реалізації продукції поділяються на три основні групи [152]:

- методи експертних оцінок;
- методи аналізу та прогнозування часових рядів;
- каузальні (причинно-наслідкові) методи.

Порядок та умови застосування цих методів детально описані в спеціальній літературі [153-160].

Оскільки проблема прогнозування обсягу реалізації продукції в наступних періодах та його аналізу не є предметом даного дослідження та достатньо описана в науковій літературі [161, С.337], ми розраховували в таблиці Ю.1 (додаток Ю) лише середній темп росту майбутньої реалізації продукції на прикладі одного з підприємств спиртової промисловості (Зарубинський спиртовий завод), використовуючи метод середньої геометричної. На основі знайденого середньоквартального темпу росту обсягу реалізації продукції було проведено вирівнювання динамічного ряду та побудовано трендову лінію (рис.3.1).

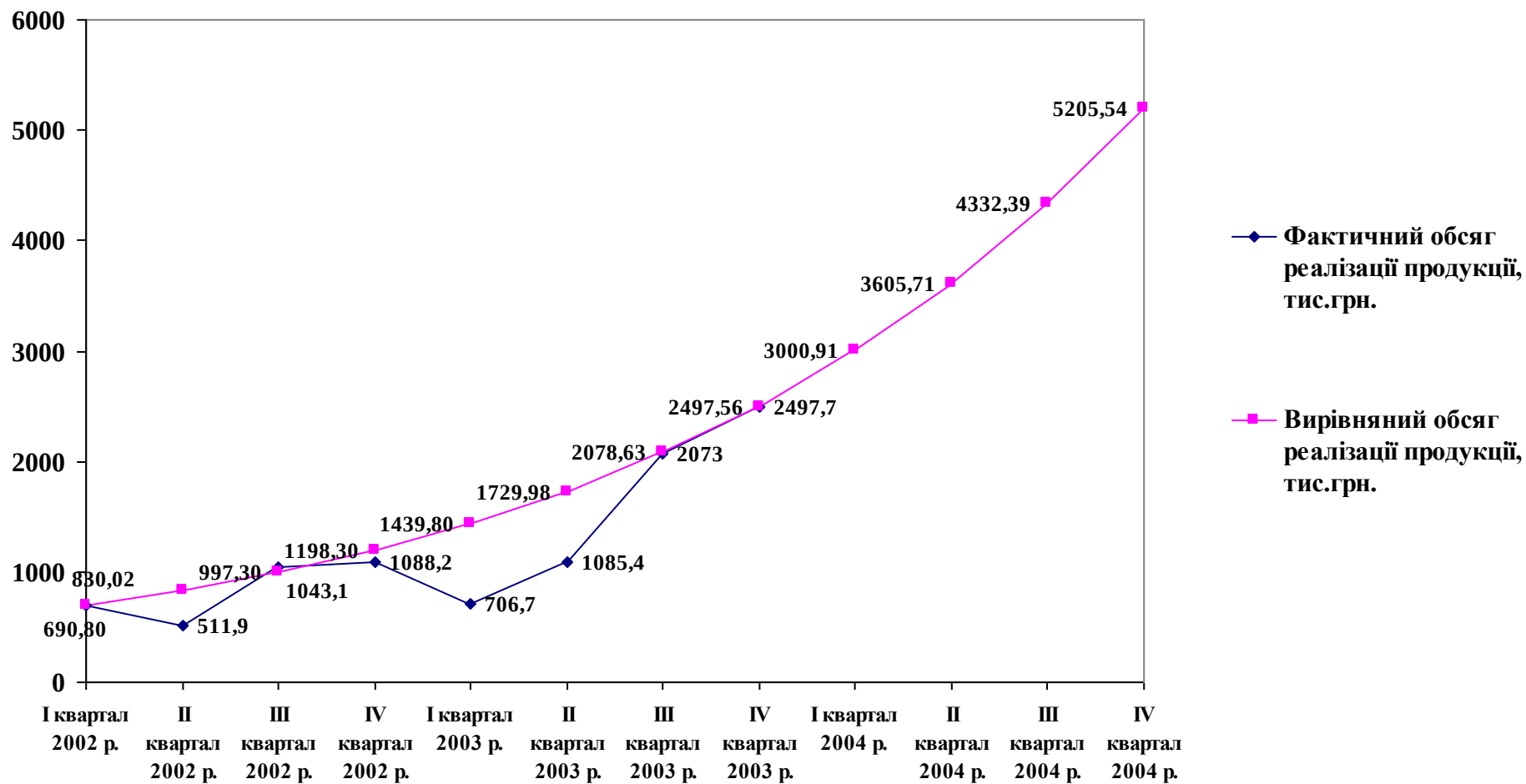


Рис. 3.1. Динаміка обсягу реалізації продукції протягом 2002 – 2004 рр. (на прикладі Зарубинського спиртового заводу)
(таблиця Ю.1 додатку Ю).

Для перевірки істотності зв'язку між фактичним обсягом реалізації продукції і вирівняним значенням та його надійності в таблиці Ю.2 (додаток Ю) було проведено регресійний аналіз за допомогою вбудованої функції „Аналіз даних” табличного процесора „Excel”. Отримане значення лінійного коефіцієнта кореляції між фактичним та вирівняним значенням становило 0,8969, що свідчить про існування тісного, прямого взаємозв'язку [162, С.265 - 298].

Для оцінки надійності кореляційного відношення нами було використано критерії Фішера (F-критерій) та Стюдента (t-критерій) (додаток Ю). Отриманий фактичний рівень критерія Фішера F_f ($F_f = 24,69$) перевищує його критичне значення $F_t(0,95) = 0,00253$, що підтверджує істотність кореляційно зв'язку між досліджуваними ознаками.

До аналогічного висновку можна прийти при оцінці надійності кореляційного відношення за критерієм Стюдента. Відношення коефіцієнта кореляції до його середньої помилки становить 12,14, що значно перевищує його мінімальне значення [163, С. 81].

Це дає нам підставу вважати, що обчислений лінійний коефіцієнт кореляції достатньо точно характеризує тісний зв'язок між досліджуваними ознаками.

Одержані результати свідчать, що за умови збереження середьоквартального темпу росту розміром 120,15 %, прогнозований обсяг реалізації продукції на підприємстві зросте за період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. в порівнянні з періодом з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р. на 9783,04 тис. грн. або на 153,75 % (таблиця Ю.3 додатку Ю).

На цьому ж етапі визначається розмір фінансових результатів від здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства.

Прогноз фінансових результатів вимагає припущення щодо операційних витрат, результатів інвестиційної та фінансової діяльності, ставок податків, відсоткових платежів і частки прибутку, що виплачується учасникам

(власникам). У спрощеному випадку робиться припущення про те, що витрати зростатимуть пропорційно до обсягу. В більш реалістичній ситуації витрати прогножуються окремо. Головною метою цієї частини аналітичного дослідження є визначення величини прибутку, який одержить підприємство та потім утримає для реінвестування протягом планового року.

При прогнозуванні фінансових результатів від здійснення звичайної діяльності було припущено, що підприємство не здійснюватиме інвестиційної та фінансової діяльності в період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р.

Розрахунок величини прибутку, одержаного від здійснення звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування здійснено з використанням коефіцієнта еластичності прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування відносно змін в обсязі реалізації продукції (див. §2.3).

Приріст прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування був розрахований за допомогою рівняння (3.1), яке є перетворенням рівняння (2.17).

$$\Delta EBIT = EBIT_0 * \frac{\Delta S}{S_0} * r_{el}^2, \quad (3.1)$$

де $\Delta EBIT$ — приріст прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування в прогнозованому періоді, в гривнях;

$EBIT_0$ — прибуток від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування в попередньому періоді, в гривнях;

$\frac{\Delta S}{S_0}$ — темп приросту обсягу реалізації продукції в прогнозованому періоді, у відсотках;

$r_{el}2$ — коефіцієнт еластичності прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування відносно змін в обсязі реалізації продукції, виражений десятковим дробом.

Результати проведеного дослідження зведені в таблиці Ю.4 (додаток Ю).

Розрахунок прогнозованих рівнів коефіцієнта еластичності прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування відносно змін в обсязі реалізації продукції ($r_{el}2$) здійснювався за допомогою рівняння (2.18).

У період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. обсяг постійних витрат планується розміром 1068,83 тис. грн. Розмір змінних витрат прогнозувався на підставі припущення про їх прямопропорційну зміну відносно обсягу реалізації продукції. Частка змінних витрат в обсязі реалізованої продукції становила за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р. 0,80 (таблиця Ф3.1 додатку Ф3), тобто на 1 гривню реалізованої продукції припадало 0,80 грн. змінних витрат. Прогнозується, що співвідношення інвестиційних доходів, фінансових доходів, інвестиційних витрат та обсягу реалізації в 2004 році буде дорівнювати нулю.

В результаті розрахунків, зведених у таблиці Ю.4 (додаток Ю), було отримано прогнозовану величину чистого прибутку розміром 1510,83 тис. грн., який буде реінвестований у підприємство. Цей прогноз є первісним і в подальшому буде скоригований зважаючи на існування ефекту фінансування “зворотного живлення”.

На наступному етапі аналітичних досліджень розраховувався розмір активів, необхідних для забезпечення виробництва певної кількості продукції.

Головним чинником, що визначає рух активів підприємства, є зміни в обсязі реалізації продукції. При скороченні обсягу реалізації продукції потреба у використанні активів зменшується і, навпаки, за умови зростання обсягу реалізації виникає необхідність збільшення величини активів.

Основним джерелом інформації для здійснення прогнозу необхідної величини активів є форма фінансової звітності № 1 “Баланс”, де міститься

інформація про наявні активи, які знаходяться у розпорядженні підприємства.

З метою прогнозування потреби в активах, їх поділяють на дві частини:

- активи, що залежать від змін в обсязі реалізації продукції (спонтанні активи);
- активи, що не залежать від цих змін.

Більша частина оборотного капіталу підприємства залежить від змін в обсязі реалізації продукції. Такими активами є дебіторська заборгованість, запаси товарно-матеріальних цінностей, однак досить часто для підприємства є звичною практика підтримання резервів товарно-матеріальних запасів навіть за низького рівня обсягу реалізації продукції. Саме тому обсяг товарно-матеріальних цінностей одночасно зі зростанням рівня реалізації може зростати більш повільно або навіть стрибкоподібно. Причиною цього є використання підприємством найрізноманітніших моделей управління розміром товарно-матеріальних цінностей: моделі економічного розміру замовлень із врахуванням буферних запасів, методу червоної лінії, методу двох контейнерів. Використання методу “точно в строк” дозволяє змінювати обсяг запасів товарно-матеріальних цінностей пропорційно до змін в обсязі реалізації продукції та зменшити потребу в оборотних активах.

Нами було зроблено розрахунок потреби в оборотному капіталі на підставі прогнозування рівня операційних витрат у наступному періоді (рівняння (2.1)).

Знаючи рівень операційних витрат, здійснених протягом операційного циклу (§ 2.1), можна визначити величину необхідного оборотного капіталу. Для цього, насамперед, було зроблено спробу визначити рівень окремих елементів операційних витрат у діапазоні планового горизонту.

Залежність між зміною прямих матеріальних витрат, прямих витрат на оплату праці та обсягом реалізації продукції є лінійною, тому для визначення їх величини використано метод простої лінійної регресії.

Результати проведених нами розрахунків свідчать (таблиці Ю.5, Ю.6, Ю.7

додатку Ю), що між матеріальними витратами та обсягом реалізації існує зв'язок, який можна оцінити за допомогою коефіцієнта кореляції. Отримані результати свідчать про існування тісного прямого зв'язку. Значення коефіцієнта кореляції матеріальних витрат та обсягу реалізації продукції становить 0,7271. Перевірка статистичної значимості коефіцієнта детермінації за допомогою розрахованого значення F - критерію свідчить про відкидання гіпотези $H_0: R^2 = 0$, оскільки $F_{ф}$ ($F_{ф} = 6,73$) перевищує його критичне значення $F_t(0,95) = 0,04096$.

При перевірці значимості коефіцієнтів регресії виявлено, що абсолютне значення вільного члена a_0 менше, ніж його стандартна помилка, а тому його слід вилучити із рівняння регресії.

Стандартна помилка коефіцієнта регресії a_1 є значно меншою від його абсолютного значення, тобто він є значимим.

Нами було здійснено також перевірку рівняння на автокореляцію. Знайдене значення коефіцієнта автокореляції Кохрейна-Оркутта становить - 0,0369, що є нижчим від його критичного значення для заданого обсягу вибірки [164, С.354].

З урахуванням отриманих висновків шукане рівняння регресії (таблиця Ю.7) матиме вигляд:

$$\text{Обсяг матеріальних витрат} = 0,737533 * \text{Обсяг реалізації продукції} \quad (3.2)$$

Значення коефіцієнта кореляції витрат на оплату праці та обсягу реалізації продукції становить 0,8392, що свідчить про існування тісного прямого лінійного зв'язку (таблиця Ю.8). Перевірка значимості коефіцієнта детермінації та коефіцієнтів регресії була здійснена аналогічно.

У результаті проведеного регресійного аналізу (таблиці Ю.8, Ю.9, Ю.10 додатку Ю) було отримано рівняння (3.3):

$$\text{Обсяг витрат на оплату праці} = 0,104196 * \text{Обсяг реалізації продукції} \quad (3.3)$$

Розмір відрахувань на соціальні заходи визначається відповідно до чинних нормативно-правових актів [165-168].

До складу відрахувань на соціальні заходи відносять відрахування на пенсійне забезпечення, соціальне страхування, на випадок безробіття та на індивідуальне страхування. Розмір відрахувань відповідно становить 32, 2,9, 2,1 та 1,02 відсотків від витрат на оплату праці.

До амортизаційних відрахувань входять суми амортизації основних засобів, інших необоротних активів та нематеріальних активів. Порядок їх розрахунку регулюється національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку 7 “Основні засоби” та 8 “Нематеріальні активи” та Законом України “Про оподаткування прибутку підприємств” [55].

Розрахунок розміру амортизації основних засобів на Зарубинському спиртовому заводі здійснювався з застосуванням прямолінійного методу. Прогнозоване середнє значення норми річної амортизації становитиме за період 31.12.2003 -31.12.2004 рр. 4,5% за умови, що підприємство не закуповуватиме нові основні засоби та не консервуватиме діючі.

Амортизація нематеріальних активів не нараховувалась через відсутність їх у складі активів Зарубинського спиртового заводу.

До складу інших операційних витрат відносять операційні витрати звітного періоду, які не увійшли до складу виробничої собівартості продукції. Інструкцією про застосування плану рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов'язань і господарських операцій підприємств і організацій [138] передбачено, що до інших операційних витрат включається вартість робіт, послуг сторонніх підприємств, сума податків, зборів (обов'язкових платежів), крім податків на прибуток, втрати від курсових різниць, знецінення запасів, псування цінностей, списання та уцінки активів, суми фінансових санкцій.

Було припущено, що прогнозована частка інших операційних витрат в

сукупних операційних витратах на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. становитиме 12%.

Результати розрахунків величини операційних витрат на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. подано в таблиці (таблиця Ю.11 додатку Ю).

Отримане значення сукупних операційних витрат на цей же період сумою 18237,83 тис.грн. необхідне для розрахунку величини оборотного капіталу, потрібного для забезпечення нормального функціонування підприємства.

Крім величини операційних витрат також враховувалась тривалість фінансового циклу, оскільки від цього також залежатиме потреба в оборотному капіталі. За період із 31.12.2002 по 31.12.2003 рр. його тривалість становила 132,92 дні. В період із 31.12.2003 по 31.12.2004 рр. керівництвом підприємства прогнозується скорочення тривалості циклу до 100 днів, а потреба в оборотних активах становитиме 4996,67 тис. грн.

Результати розрахунків наведено в таблиці Ю.12 (додаток Ю).

Оскільки середня тривалість фінансового циклу за прогнозом суттєво не знизиться, то зростання потреби в оборотних активах буде викликане саме збільшенням обсягу реалізації продукції. В свою чергу, зменшення тривалості фінансового циклу приведе до скорочення цієї потреби.

На відміну від потреби в оборотному капіталі, розмір якої змінюється пропорційно до зміни реалізації продукції, потреба в придбанні основних засобів призводить до стрибкоподібної зміни потреби в капіталі.

Такий характер поведінки показника потреби в основних засобах викликаний технологічними умовами виробничого процесу та ринків, які вимагають від підприємства придбання основних засобів у великих дискретних обсягах (паушальні активи).

На обсяг приросту потреби в капіталі для виготовлення додаткових одиниць продукції впливає рівень використання наявних основних виробничих засобів (потужностей). У разі існування незадіяних у виробництві потужностей зростання величини реалізації не приведе до збільшення потреби в основних

засобах. Збільшення виробництва та реалізації продукції обсягом, що перевищує існуючі межі виробничих потужностей, навпаки, потребуватиме придбання додаткових основних засобів, тобто, якщо підприємство має потребу в придбанні основних засобів, то це, в результаті, призведе до великого приросту паушальних активів.

За існування відносного надлишку потужностей зростання фактичного рівня реалізації до рівня реалізації при максимальному використанні виробничих потужностей може здійснюватися без зростання величини основних засобів.

На даному етапі аналізу доцільно визначити межу можливого зростання обсягу реалізації продукції без збільшення обсягу виробничих потужностей.

Рівень реалізації продукції, якого можна досягнути при повному завантаженні виробничих потужностей, розраховується за допомогою формули (3.4):

$$S_f = \frac{S_a}{r_u}, \quad (3.4)$$

де S_f — обсяг реалізації продукції при повному використанні виробничих потужностей, в гривнях;

S_a — фактичний обсяг реалізації продукції, в гривнях;

r_u — коефіцієнт використання виробничих потужностей, виражений десятковим дробом.

Інформацію про повноту використання виробничих потужностей можна отримати, використовуючи дані звіту форми № БМ (таблиця Ю.12 додатку Ю). У ньому наводиться інформація про зміни виробничих потужностей в аналізованому році в розрізі видів продукції, середньорічну потужність, використання потужностей у відсотках.

За допомогою формули (3.4) було розраховано максимальний обсяг

продукції Зарубинецького спиртового заводу, яку можна виробити на базі існуючих виробничих потужностей:

$$S_f = \frac{6362,80}{0,2228} = 28559,04 \text{ (тис. грн.)}$$

Це значить, що при збільшенні обсягу реалізації продукції до 28559,04 тис. грн. підприємство не потребуватиме придбання додаткових потужностей. Коли ж рівень реалізації продукції буде вищим, то підприємство змушене буде збільшити виробничі потужності для підтримання своєї стратегії на ринку.

Відношення первісної вартості основних засобів (FA) до чистого доходу при повному завантаженні виробничих потужностей (S_f), покаже на скільки треба збільшити обсяг основних засобів при збільшенні чистого доходу на 1 грн.:

$$\frac{FA}{S_t} = \frac{8570,2}{28559,04} = 0,300087 \quad (3.5)$$

Це значить, що кожна додаткова гривня виручки від реалізації продукції понад 28559,04 тис. грн. повинна бути підкріплена зростанням обсягу основних засобів на 0,3 грн.

Зазначимо, що при придбанні основних засобів та прогнозуванні потреби в них некоректно було б виходити з первісної вартості існуючих основних засобів, які купувалися раніше. В такому разі слід говорити про їх споживчу вартість, або реальну ринкову ціну.

У свою чергу, потребу в додаткових активах можна задовольнити шляхом залучення додаткового капіталу (у вигляді власного або позиченого).

Джерела формування капіталу (як і активи) можна поділити на дві частини: джерела капіталу, які змінюються залежно від змін в активах (спонтанно утворюваний капітал) та джерела, не залежні від цих змін.

Причиною зміни автоматично зростаючих зобов'язань є збільшення потреби в оборотних активах за умов нормального виробничого циклу. Такими

джерелами додаткового капіталу є зростання кредиторської заборгованості, рахунків поточних платежів. Усі інші статті пасиву балансу відносяться до другої групи та змінюються залежно від фінансових рішень адміністрації підприємства.

Розмір нерозподіленого прибутку одержується в результаті додавання прогнозованого доповнення нерозподіленого прибутку (обсяг чистого прибутку в аналізованому році) до фактичної величини в попередньому році.

$$\begin{array}{l} \text{Обсяг} \\ \text{нерозподіленого} \\ \text{прибутку в 2004} \\ \text{році} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Обсяг} \\ \text{нерозподіленого} \\ \text{прибутку в 2003} \\ \text{році} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Обсяг реінвестованого у} \\ \text{підприємство} \\ \text{(нерозподіленого)} \\ \text{прибутку за 2004 рік} \end{array}$$

Спрощений розрахунок потреби в додатковому капіталі здійснюється за допомогою формули (3.6):

$$AFN = \Delta A - \Delta C - Pr_1 * (1 - d_1), \quad (3.6)$$

де AFN — обсяг додатково необхідного капіталу, в гривнях;

ΔA — зміна активів у прогнозованому періоді, в гривнях;

ΔC — зміна зобов'язань у прогнозованому періоді, в гривнях;

Pr_1 — розмір прибутку в прогнозованому періоді, в гривнях;

d_1 — частка прибутку, яка буде виплачена в прогнозованому періоді у вигляді виплат учасникам (власникам) підприємства, виражена десятковим дробом.

Із рівняння (3.6) видно, що обсяг додатково необхідного капіталу має сувору функціональну залежність від зростання потреби в активах, обсягу автоматично зростаючих пасивів та чистого прибутку. Зростання потреби в активах призводить до збільшення потреби в капіталі, а збільшення капіталу, утвореного за рахунок автоматично зростаючих зобов'язань та чистого

прибутку, навпаки — до її зменшення. Перевищення потреби в активах над обсягом капіталу, що знаходиться у розпорядженні підприємства на даний момент, вимагатиме залучення додаткового капіталу.

Розрахунки суми необхідних вливань капіталу, який потрібен для забезпечення виробництва прогнозованого обсягу продукції, наведено в додатку Ю.

Таблиця Ю.14 додатку Ю побудована таким чином, щоб величина потреби в активах збалансовувалась з обсягом джерел формування капіталу, необхідного для її задоволення.

Потреба в додатковому капіталі виникатиме тоді, коли потреба в активах буде більшою від наявних у підприємства коштів. Прогнозований обсяг основних засобів, необхідних для виготовлення запланованого обсягу продукції, за умови повного використання виробничих потужностей, становитиме 8570,2 тис. грн. (рівняння (3.5)). Поза цим рівнем реалізації продукції потреба в основних засобах збільшуватиметься на 0,3 грн. на кожен гривню приросту обсягу реалізації.

Величина потреби в оборотних активах на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. становитиме 4996,67 тис. грн.

Величина нерозподіленого прибутку на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. дорівнює сумі прогнозованого обсягу чистого прибутку та його фактичної величини за період з 31.12.2002 р. по 31.12.2003 р.

Прогноз власного капіталу та інших зобов'язань з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. початково встановлений на рівні відповідно 7489,33 тис. грн. і 2675,1 тис. грн.

Прогноз сукупних активів — первісний прогноз (колонка 2 таблиці Ю.14) встановлено на рівні 9782,81 тис. грн. Величина прогнозованого обсягу капіталу, у вигляді власного та позиченого капіталу, становить 10164,43 тис. грн., тобто, підприємство контролює на 381,62 тис. грн. (9782,81-10164,43) більше капіталу, ніж потрібно для підтримання прогнозованого рівня реалізації.

Надлишок капіталу розміром 381,62 тис. грн. (рядок “Додатково необхідні фонди”, колонка 2), не залучатиметься для виробництва продукції; тому для його ліквідації можна прийняти один із чотирьох варіантів управлінських рішень:

- скорочення обсягу капіталу з найвищою вартістю;
- збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок пошуку нових та розширення існуючих ринків збуту;
- запровадження нових інвестиційних проектів;
- збільшення частини прибутку, що виплачується учасникам (власникам).

При дослідженні потреби в додатковому капіталі варто провести розрахунок показників, що відображають взаємозв'язок між ростом обсягу реалізації продукції підприємства та обсягом зовнішнього фінансування. Для цього в практиці фінансового менеджменту досить широко застосовують показники, які визначають темпи внутрішнього та стійкого росту підприємства [37].

Темп внутрішнього росту являє собою максимальну швидкість росту обсягу реалізації продукції, якої може досягнути підприємство без залучення додаткового капіталу із зовнішніх джерел.

$$\text{Темп внутрішнього росту} = \frac{ROC * (1 - d)}{1 - ROC * (1 - d)}, \quad (3.7)$$

де ROC — рентабельність капіталу, виражена десятковим дробом;

$(1 - d)$ — частка прибутку, що залишається на підприємстві після виплати дивідендів, виражена десятковим дробом.

Темп стійкого росту — це максимальна швидкість росту обсягу реалізації продукції, якої може досягнути підприємство, не змінюючи коефіцієнта фінансового важеля.

$$\text{Темп стійкого росту} = \frac{ROE * (1 - d)}{1 - ROE * (1 - d)}, \quad (3.8)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу, виражена десятковим дробом;

$(1 - d)$ – частка прибутку, що залишається на підприємстві після виплати дивідендів, виражена десятковим дробом.

Отже, чим вищим є значення ROE , ROA та частки нерозподіленого прибутку, тим вищими будуть показники стійкого та внутрішнього росту підприємства.

Вказані показники можна легко коригувати, виходячи з наступної залежності ROA :

$$ROA = ROE * w_E \quad (3.9)$$

$$ROE = ROS * AT * \frac{C}{E} \quad (3.10)$$

де ROA – рентабельність активів, виражена десятковим дробом;

ROE – рентабельність власного капіталу, виражена десятковим дробом;

w_E – питома вага власного капіталу в сукупному капіталі підприємства, виражена десятковим дробом;

ROS – рентабельність реалізації продукції, виражена десятковим дробом;

AT – коефіцієнт оборотності капіталу, виражений десятковим дробом;

C – середньорічний обсяг капіталу підприємства, в гривнях;

E – середньорічний обсяг власного капіталу, в гривнях;

$\frac{C}{E}$ – мультиплікатор власного капіталу.

Складові частини рівнянь (3.9) та (3.10) є детермінантами, що визначають

рівень показників темпів стійкого та внутрішнього росту.

Отже, рівні стійкого та внутрішнього росту залежать від таких чинників як:

1. Частка власного капіталу в активах підприємства. Зростання частки власного капіталу підвищує рівень темпу внутрішнього росту.
2. Рентабельність реалізації. Зростання показника рентабельності реалізації збільшує можливість підприємства утворювати необхідний капітал із внутрішніх джерел та забезпечувати зростання рівня внутрішнього та стійкого росту.
3. Політика виплат з прибутку учасникам (власникам) підприємства. Зменшення коефіцієнта виплат з прибутку веде до збільшення нерозподіленого прибутку, збільшує обсяг капіталу, що утворюється із внутрішніх джерел підприємства, а отже, і рівень внутрішнього та стійкого росту.
4. Фінансова політика. Зростання співвідношення позиченого капіталу до власного капіталу збільшує рівень фінансового важеля підприємства та робить доступними додаткові обсяги позиченого капіталу, що підвищує темпи внутрішнього та стійкого росту.
5. Коефіцієнт оборотності капіталу. Зростання оборотності капіталу підприємства дає можливість збільшити обсяг реалізації продукції в розрахунку на одну гривню, вкладену в активи. Це зменшує потреби підприємства в нових активах та підвищує рівень внутрішнього та стійкого росту.

Показники швидкості внутрішнього та стійкого росту є цінними, оскільки дозволяють провести взаємозв'язок між операційною ефективністю (вимірюється за допомогою рентабельності реалізації), ефективністю використання капіталу (вимірюється показником оборотності капіталу), політикою виплат з прибутку (визначається часткою прибутку, спрямованого для виплат учасникам (власникам) та фінансовою політикою (відображається

коефіцієнтом фінансового важеля).

У практиці фінансового прогнозування досить поширеним є використання показників темпів внутрішнього та стійкого росту, однак використання їх є доцільним лише у разі, зміни потреби в активах пропорційно до зміни обсягу реалізації продукції. На нашу думку, їх слід застосовувати лише при встановленні ряду припущень, а саме:

1. Оборотні активи зростають пропорційно до росту обсягу реалізації продукції.
2. Виробничі потужності підприємства є повністю завантаженими.
3. Жодні з короткотермінових зобов'язань не змінюються при зміні обсягу реалізації продукції.
4. Економічні умови у вигляді вартості позиченого капіталу та рівня оподаткування прибутку підприємства залишаються незмінними.

На практиці деякі з припущень не виконуються, що призводить до викривлення отриманих результатів, тому для розрахунку рівня даних показників ми запропонували провести аналіз можливих варіантів розвитку подій. Таке дослідження дозволило обчислити значення досліджуваних показників. Для цього було використано функцію табличного редактора MS Excel “Підбір параметра” (рис. Ю.1 додатку Ю). Ця функція є інструментом аналізу “що — якщо” та дозволяє знайти такий рівень обсягу реалізації продукції, при якому потреба в додатковому капіталі буде нульовою.

Як показали проведені дослідження (таблиця Ю.15 додатку Ю), на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. підприємство може збільшити обсяг реалізації продукції на 187,36 % (287,36 — 100) в порівнянні з періодом 31.12.2002 - 31.12.2003 рр. не залучаючи для цього додаткового капіталу.

Для обчислення темпу стійкого росту було використано функцію табличного редактора MS Excel “Пошук рішення” (рис.Ю.2 додатку Ю). За допомогою цього інструмента можна знайти такий рівень реалізації, при якому була б збережена існуюча структура джерел фінансування. В таблицях Ю.16 та

Ю.17 (додаток Ю) подані результати проведеного дослідження.

Як показали дослідження, при збереженні існуючої структури джерел фінансування можна досягти приросту обсягу реалізації продукції на 322,33 % ($422,33 - 100$) та потрібно додатково залучити позичений капітал на суму 1360,46 тис. грн.

На наступному етапі було порівняно запланований обсяг реалізації продукції з межею байдужості, методика розрахунку якої подана в § 2.3. Це дало можливість визначити шляхи формування капіталу за умови його дефіциту або надлишку.

Здійснені розрахунки свідчать, що для підвищення рентабельності власного капіталу, при перевищенні запланованого обсягу реалізації продукції над межею байдужості, доцільним буде залучення позиченого капіталу. У випадку ж перевищення межі байдужості над плановим рівнем реалізації перевагу слід надавати збільшенню власного капіталу.

Результати досліджень рівня межі байдужості та її порівняння з плановим значенням обсягу реалізації подано в таблиці Ю.18.

Рівень межі байдужості, розрахований по Зарубинському спиртовому заводу на основі запропонованого раніше рівняння (2.23), становить 7567,35 тис. грн. або на 8578,49 тис. грн. менший від планового обсягу реалізації продукції.

Це свідчить про те, що найкращим варіантом формування капіталу є розширення використання позиченого капіталу на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р.

Оскільки підприємство має надлишок капіталу розміром 381,62 тис. грн. (таблиця Ю.14 додатку Ю), завдання адміністрації підприємства буде полягати в зменшенні використання позиченого капіталу на цю ж суму насамперед за рахунок скорочення найдорожчих видів капіталу. Такий крок дасть змогу підвищити рентабельність власного капіталу підприємства.

При визначенні джерел та обсягів капіталу, що мобілізується за рахунок

зобов'язань, адміністрації підприємства слід керуватися обмеженнями на використання певних видів капіталу, структурною політикою щодо формування капіталу, а також політикою в сфері робочого капіталу.

Припустимо, що керівництво підприємства уклало договір на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. з інвесторами про підтримку відсоткового співвідношення заборгованості та активів на рівні 50 : 100. Це значить, що частка заборгованості може коливатися, але не повинна перевищувати половини вартості активів. Крім цього, адміністрація на вимогу кредиторів зобов'язалася підтримувати рівень коефіцієнта загальної ліквідності, щоб він був не нижче від 2,5.

Для підтримки платоспроможності керівництво підприємства вирішило встановити розмір короткотермінових зобов'язань на рівні реінвестованого в підприємство прибутку (§ 2.2, нерівність (2.13)). Обсяг капіталу можна сформувати з різних джерел з урахуванням деяких обмежень.

Обмеження зростання заборгованості підприємства дає змогу позичити в кредиторів додаткові суми розміром до 4891,4 тис. грн. Тобто максимально допустима сума позиченого капіталу становитиме 4891,4 тис. грн. $(0,5 * 9782,81)$ (таблиця Ю.14 додатку Ю). Позичений капітал підприємства станом на 31.12.2003 р. становив 2675,1 тис. грн. Отже, адміністрація підприємства може вдатися до нових позик лише на суму, що не перевищує 2216,30 тис. грн. $(4891,4 - 2675,1)$.

З урахуванням граничного значення коефіцієнта загальної ліквідності максимальна сума короткотермінових зобов'язань становитиме – 1998,67 тис. грн. $(4996,67/2,5)$. Сума короткотермінових зобов'язань станом на 31.12.2003 р. становила 2675,10 тис. грн. Отже, на 31.12.2004 рр. підприємство може лише скоротити ці зобов'язання на 676,43 тис. грн. $(1998,67-2675,10)$.

Обмеження розміру короткотермінових зобов'язань встановлює їх граничний рівень — 1510,83 тис. грн. Ця сума обчислюється виходячи з величини реінвестованого прибутку, що прогнозується на період з 31.12.2003

по 31.12.2004 рр. (1777,33 – 266,50). Оскільки сума короткотермінових зобов'язань станом на 31.12.2003 р. становила 2675,10 тис. грн., тому для підтримання платоспроможності підприємства його адміністрації слід зменшити розмір зобов'язань на 1164,27 тис. грн. (1510,83-2675,10). За рахунок погашення короткотермінових та формування необхідного обсягу капіталу за рахунок довготермінових кредитів банків збільшиться обсяг чистого прибутку, а межа допустимого рівня короткотермінових зобов'язань становитиме 1689,64 тис. грн. (1956,14 – 266,5).

Отже, максимально допустимий обсяг залучення позиченого капіталу для Зарубинського спиртового заводу становитиме, в 2004 році 2216,3 тис. грн., причому обсяг короткотермінових зобов'язань скоротиться на 1164,27 тис. грн., тобто до 1510,83 тис. грн. Граничний рівень позиченого капіталу буде встановлено на рівні 4891,4 тис. грн., в тому числі за рахунок короткотермінових зобов'язань — на рівні 1510,83 тис. грн.

Такий варіант формування капіталу не є остаточним і може змінюватися залежно від умов, на яких він залучатиметься. Тому далі проводився аналіз впливу ефекту “зворотного живлення” на розмір фінансових результатів.

Ефект “зворотного живлення” впливає на розмір нерозподіленого прибутку та формованого капіталу, ще є наслідком діяльності, спрямованої на фінансування росту активів.

Капітал, що залучається для фінансування нових активів, створює додаткові витрати, які змінюють величину первісного прогнозу шляхом доповнення до величини нерозподіленого прибутку. Саме тому для цього прогнозують додаткові витрати за користування позиченим капіталом та додаткові виплати з прибутку учасникам (власникам) за використання додаткового власного капіталу.

Будь-які управлінські рішення щодо скорочення наявного або залучення додаткового капіталу призведуть до появи так званого ефекту “зворотного живлення” та зміни в обсягах додаткового капіталу.

Проведені дослідження показали, що скорочення обсягу використовуваного позиченого капіталу приведе до зменшення витрат на виплату відсотків за користування ним (таблиця Ю.19 додатку Ю). Сукупні фінансові витрати зменшаться до нуля, а нерозподілений прибуток зросте на 178,81 тис. грн. (1956,14 – 1777,33). Це збільшення в нерозподіленому прибутку, в свою чергу, збільшить прогнозовану величину нерозподіленого прибутку в балансі на таку ж суму (таблиця Ю.14). Тому прогноз нерозподіленого прибутку в балансі станом на 31.12.2004 р. (колонка 12 таблиці Ю.14 додатку Ю) зросте до 1956,14 тис. грн. або його значення стане на 178,81 тис. грн. більше від значення в первісному балансі. Таким чином, скорочення потреби в капіталі розміром 178,81 тис. грн. буде прямим результатом впливу ефекту “зворотного живлення”. В свою чергу, залучення довготермінового позиченого капіталу розміром 526,45 тис. грн. призведе до скорочення нерозподіленого прибутку на 77,39 тис. грн. Отже, для забезпечення зростання обсягу реалізації розміром 9783,00 тис. грн. (16145,80 – 6362,80) підприємству потрібно капіталу на суму 9782,81 тис. грн., що на 1129,21 тис. грн. (9782,81 – 8653,6) менше, ніж їх є у наявності.

Як показали дослідження, рівень фінансових витрат або виплат з прибутку учасникам (власникам) може змінитися за умови прийняття адміністрацією підприємства рішення щодо залучення капіталу за рахунок зміни величини позиченого або власного капіталу. Рівень показника, що відображає суму активів, використаних для генерування 1 гривні обсягу реалізації — коефіцієнта інтенсивності капіталу — розраховується за формулою:

$$r_{\text{int}} = \frac{\bar{C}}{S}, \quad (3.11)$$

де r_{int} — коефіцієнт інтенсивності капіталу, виражений десятковим

дробом;

$\bar{C}$ – середньорічний обсяг капіталу, в гривнях;

S – величина обсягу реалізації продукції, в гривнях.

Зміна даного показника показує ступінь ефективності використання наявного капіталу, а його рівень має визначальний вплив на потребу в капіталі на кожную гривню росту обсягу реалізації. Якщо рівень коефіцієнта інтенсивності при повному завантаженні виробничих потужностей низький, то обсяг реалізації швидко зростатиме без значної потреби в зовнішньому капіталі, однак за умови високого рівня коефіцієнта інтенсивності навіть незначний ріст обсягу реалізації продукції вимагатиме залучення значних обсягів капіталу.

Розрахунок коефіцієнта інтенсивності наведено в таблиці Ю.20 (додаток Ю).

Прогнозоване значення коефіцієнта інтенсивності капіталу на період з 31.12.2003 р. по 31.12.2004 р. зменшиться до 0,57, тобто на виробництво 1 гривні продукції необхідно буде використати активів на суму 0,57 грн., що на 0,78 грн. менше від рівня попереднього року (таблиця Ю.20). Зі збільшенням обсягу реалізації до 28559,04 тис. грн. рівень цього показника зменшиться до 0,46. Це — граничний рівень коефіцієнта інтенсивності капіталу, при якому виробничі потужності підприємства будуть завантажені повністю. Через зростання потреби на придбання нового обладнання зростання обсягу реалізації поза межею розміром 28559,04 тис. грн. призведе до різкого зростання коефіцієнта інтенсивності капіталу та потреби в додатковому капіталі. З метою зниження потреби в додатковому капіталі деякі підприємства намагаються орендувати виробничі потужності або укласти угоди з іншими підприємствами для використання надлишку потужностей.

Для розрахунку впливу чинників на зміну потреби в додатковому капіталі використовувалось рівняння (3.6).

Рівняння визначення потреби в додатковому капіталі (AFN) ми деталізували наступним чином:

$$AFN = FA_1 - FA_0 + \frac{1}{365} * (OE_1 * CCC_1 - OE_0 * CCC_0) - \Delta C - (EBIT_0 + EBIT_0 * \frac{\Delta S}{S_0} * \frac{S_0 - VC_0}{S_0 - VC_0 - FC_0} + FR_1 - FC_1 + IR_1 - IC_1) * (1 - T_1) * (1 - d_1) \quad (3.12)$$

де FA_1 – прогнозований обсяг необоротних активів, в гривнях;

FA_0 – наявний обсяг необоротних активів, в гривнях;

OE_1 – прогнозований обсяг операційних витрат, в гривнях;

CCC_1 – середня тривалість фінансового циклу в прогнозованому періоді, днів;

OE_0 – обсяг операційних витрат у попередньому періоді, в гривнях;

CCC_0 – середня тривалість фінансового циклу в попередньому періоді, днів;

ΔC – зміна зобов'язань у прогнозованому періоді, в гривнях;

$$\text{Причому,} \quad \Delta C = C_1 - C_0, \quad (3.13)$$

де C_1 – обсяг зобов'язань у прогнозованому періоді, в гривнях;

C_0 – обсяг зобов'язань в попередньому періоді, в гривнях;

$EBIT_0$ — прибуток від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування в попередньому періоді, в гривнях;

ΔS — приріст обсягу реалізації продукції в прогнозованому періоді, в гривнях;

S_0 — величина обсягу реалізації продукції в попередньому періоді, в гривнях;

$\frac{\Delta S}{S_0}$ — темп приросту обсягу реалізації продукції в прогнозованому

періоді, виражений десятковим дробом;

VC_0 — загальні змінні витрати в попередньому періоді, в гривнях;

FC_0 — постійні операційні витрати в попередньому періоді, в гривнях;

FR_1 — прогнозований обсяг доходів від фінансової діяльності, в гривнях;

FC_1 — прогнозований розмір фінансових витрат, в гривнях;

IR_1 — прогнозований обсяг доходів від інвестиційної діяльності, в гривнях;

IC_1 — прогнозований розмір інвестиційних витрат, в гривнях;

T_1 — прогнозований рівень оподаткування прибутку, виражений десятковим дробом;

d_1 — частка прибутку, яка буде виплачена в прогнозованому періоді інвесторам, виражена десятковим дробом.

Для розрахунку впливу чинників на зміну потреби в додатковому капіталі необхідно провести аналіз чутливості реагування. Метою його проведення є використання змін заданих параметрів для визначення динаміки потреби в додатковому капіталі в умовах невизначеності. Для цього розраховується можлива зміна кожного фактора, її вплив на обсяг потреби та виділяються суттєві фактори для глибшого вивчення.

Проведення аналізу чутливості реагування передбачає розрахунок базової моделі на основі припущень значень вхідних даних.

Техніка проведення аналізу чутливості реагування передбачає:

- визначення критичних змінних, що впливають на величину потреби в додатковому капіталі (далі AFN);
- оцінку впливу зміни однієї змінної моделі (за незмінності всіх інших) на величину AFN;
- розрахунок впливу зміни показника, що досліджується, на величину відхилення AFN від базового значення (оцінка чутливості до зміни AFN від зміни змінного показника базової моделі);
- розрахунок показника чутливості для кожного змінного показника моделі, ранжування їх за зменшенням (чим вища чутливість AFN,

тим важливішим є змінний показник для AFN , а значить — для моделі).

Результати проведеного аналізу дають можливість судити про наслідки невизначеності та її вплив на потребу в капіталі.

Основним недоліком проведення такого аналізу є неможливість з однаковою мірою достовірності оцінити вплив усіх змінних у моделі.

Як показник чутливості додаткової потреби в капіталі до зміни тих чи інших змінних величин використовують показник еластичності E_{ANF}^i , який обчислюється за допомогою формули:

$$E_{ANF}^i = \frac{(AFN_1 - AFN_0)}{AFN_0} \bigg/ \frac{(V_1^i - V_0^i)}{V_0^i} \quad (3.14)$$

де E_{ANF}^i — еластичність додаткової потреби в капіталі за i -м фактором, виражена десятковим дробом;

AFN_0 — первісне значення AFN , в гривнях;

AFN_1 — кінцеве значення AFN , в гривнях;

V_0^i — первісне значення i -го фактора, в одиницях виміру;

V_1^i — кінцеве значення i -го фактора, в одиницях виміру.

Чим більшим є показник еластичності, тим більша залежність потреби в додатковому капіталі (AFN) від аналізованого змінного показника.

У таблиці 3.1 подані основні характеристики факторної еластичності AFN .

Результати проведених розрахунків чутливості потреби в додатковому капіталі відносно впливу чинників подані в аналітичній таблиці Ю.21 (додаток Ю).

Очевидно, що найбільш суттєвими для моделі є фактори, в яких значення коефіцієнта еластичності найбільше. Незначна зміна цих показників може призвести до значних змін в потребі в додатковому капіталі. Так, зростання

обсягу реалізації продукції на 1% призведе до зростання потреби в додатковому

Таблиця 3.1

Факторна еластичність AFN

Величина коефіцієнта еластичності AFN	Тлумачення	Вплив фактора на AFN
$E_{ANF} \geq 1$	Процентна зміна факторного показника менша або дорівнює відносній зміні показника AFN	Небезпечний фактор
$E_{ANF} < 1$	Процентна зміна факторного показника перевищує відносну зміну показника AFN	Менш небезпечний фактор

капіталі на 6,87 %, зростання змінних витрат на 1% — до зростання потреби в додатковому капіталі на 23,02 %, зростання обсягу постійних витрат на 1% — до зростання AFN на 1,96 %, зростання ставки податку на прибуток на 1% — до зростання AFN на 1,7 %, зростання обсягу необоротних активів на 1% — до зростання AFN на 12,54 %, зростання обсягу матеріальних витрат на 1% — до зростання AFN на 10,99 %, зростання обсягу витрат на оплату праці на 1% — до зростання AFN на 1,78 %, зростання обсягу інших операційних витрат на 1% — до зростання AFN на 1,57 %, зростання тривалості фінансового циклу на 1% — до зростання AFN на 13,09 %, зростання обсягу зобов'язань на 1% — до зменшення AFN на 7,01 %.

Встановлення контролю за змінами цих показників дасть можливість адміністрації підприємства впливати на розмір потреби в додатковому капіталі.

Збільшення обсягу капіталу, що залучається з різноманітних джерел, неминуче призводить до його вичерпування з дешевших джерел та зростання середньозваженої вартості сукупного капіталу підприємства. Тому завдання максимального використання дешевих джерел фінансування активів підприємства є досить важливим.

На наступному етапі дослідження варто визначити, з яких джерел

необхідно профінансувати потребу в капіталі та як зміниться в результаті цього середньозважена вартість капіталу.

Для прийняття ефективного рішення щодо вибору джерел фінансування необхідно проводити оцінку зміни граничної вартості капіталу.

Гранична вартість капіталу – це середньозважена вартість однієї гривні нового капіталу, який отримує підприємство.

Для розгляду концепції граничної вартості капіталу було проведено дослідження його середньозваженої вартості на прикладі Зарубинського спиртового заводу.

Результати досліджень подані в таблицях Ю.22 та Ю.23 додатку Ю.

Згідно з проведеними розрахунками середньозважена вартість капіталу, контрольованого підприємством, підвищиться з 25,69 % до 28,95 % шляхом повернення короткотермінових кредитів банків та погашення частини кредиторської заборгованості й короткотермінових зобов'язань для підтримання високого рівня ліквідності.

Якби адміністрація підприємства з метою покращення технічних та якісних характеристик продукції вирішила придбати обладнання на суму 2900 тис. грн., тоді б виникла необхідність в залученні додаткового капіталу. Кредитори можуть надати необхідний капітал за певною ціною. Зокрема, вартість довготермінового позиченого капіталу обсягом 2500 тис. грн. становитиме, наприклад, 21%, вартість капіталу від залучення короткотермінових кредитів банків обсягом 1000 тис. грн. – 17 %. При вичерпуванні цих видів капіталу – наступна порція довготермінового позиченого капіталу обсягом 1000 тис. грн. коштуватиме підприємству 23%, а короткотермінового позиченого капіталу обсягом 1000 тис. грн. – 19%.

Проведені обчислення показують, що для придбання нового обладнання адміністрації необхідно подбати про залучення капіталу обсягом 2900,0 тис. грн. (12682,81 - 9782,81). Зокрема, для виконання обмежень, що були розглянуті раніше, слід збільшити обсяг довготермінових позик банків на суму

4046,19 тис. грн. і скоротити розмір капіталу від використання кредиторської заборгованості та інших короткотермінових зобов'язань на суму 522,38 тис. грн. (1065,84-1588,22). Через необхідність плати за користування цим капіталом розмір власного капіталу також скоротиться за рахунок зміни суми чистого прибутку, отриманого підприємством в аналізованому році. В результаті цього середньорічна вартість капіталу зросте з 25,69 % до 27,61 %, тобто на 1,92 %.

Залежність розміру капіталу від його середньозваженої вартості зображена на рис. Ю.3 (додаток Ю).

Середньозважена вартість кожної гривні капіталу станом на 31.12.2003 року становила 25,69 %, станом на 31.12.2004 року вона повинна збільшитись до 28,95 %. Якщо адміністрація підприємства прийме рішення про придбання нового обладнання, то це призведе до виникнення потреби залучення додаткового капіталу. Залучення довготермінового кредиту обсягом 1973,55 тис. грн. приведе до зниження вартості однієї гривні капіталу до 27,42 %. Після цього утвориться ще одна точка розриву – точка, де кредит розміром 2500 тис. грн. вичерпається. Використання наступного довготермінового кредиту обсягом 2072,64 тис. грн. збільшить середньозважену вартість до 27,61%, тобто гранична вартість однієї гривні капіталу буде становити 27,61 %.

Такий спосіб формування капіталу не є найкращим, оскільки він призводить до зростання вартості середньозваженої вартості капіталу незважаючи на покращення фінансової стійкості та платоспроможності.

Збільшення обсягу реалізованої продукції до рівня, який вимагатиме повного використання наявного капіталу, вирішить цю проблему.

Характер зміни граничної вартості кожної гривні капіталу, залежно від рішень керівництва щодо залучення додаткового капіталу, відображено на рис. Ю.4.

Аналогічні розрахунки можна провести по інших підприємствах.

Запропонована методика аналізу потреби підприємства в додатковому капіталі є логічним продовженням аналізу стану капіталу, її можна

рекомендувати для обґрунтування управлінських рішень щодо залучення капіталу. Ця методика є основою для визначення алгоритму визначення потреби в додатковому капіталі та побудови імітаційної моделі потреби в додатковому капіталі.

3.2. Моделювання потреби підприємства в додатковому капіталі

Формування ринкової регульованої системи та входження України до всесвітньої системи господарських зв'язків на правах рівноправного партнера потребує врахування досягнень вітчизняної та світової науки, інновацій, зокрема, здобутків економічної та фінансової наук, розробки моделей складання фінансових прогнозів як на загальноекономічному рівні, так і на рівні суб'єкта господарювання. Вибір раціональних шляхів управління підприємством дедалі частіше пов'язують із прогнозуванням можливих ситуацій та запобіганням негативних наслідків.

В умовах директивної економіки поняття оптимізації управлінських рішень було викривленим і досить часто використання відповідних методів оберталось на шкоду підприємству. З розвитком ринкових відносин під впливом науково-технічного прогресу в сфері економіки ускладнюються умови ведення господарської діяльності підприємств, збільшується випуск продукції, змінюються технологія, ресурси. Для обмеження впливу ризику зовнішнього середовища на результати роботи, адміністрація підприємств відчуває все більшу потребу в застосуванні ефективних методів для прийняття управлінських рішень. У сучасних умовах господарювання визначальним фактором є володіння методикою управління, обліку та аналізу.

За твердженням Р.В. Федоровича та О.Т. Івашука [169, С. 31] внутрішньою характеристикою ефективного функціонування будь-якої виробничої системи є оптимальність, тобто вибір із множини можливих варіантів економічного розвитку такого, який дає можливість найбільш раціонально використати наявні ресурси. Розрахунок оптимальної потреби в

капіталі забезпечує виконання заданої виробничої програми при мінімальних виробничих витратах, або максимальний ефект при заданому обсягу капіталу.

Одним із перспективних напрямків використання наукового інструментарію є вироблення раціональних рішень в управлінні господарською та фінансовою діяльністю підприємства за допомогою імітації, моделювання реальної ситуації, прогнозування на його основі розвитку цієї ситуації.

Реалізація цих напрямків відбувається через

- діалогові процедури аналізу управлінських рішень;
- ділові ігри та імітаційні моделі для аналізу ситуації та відбору перспективних варіантів розвитку;
- моделі й алгоритми розробки оптимальних управлінських рішень.

Широке розповсюдження та запровадження в процесі аналітичного дослідження комп'ютерних технологій обробки економічної інформації створило об'єктивні умови для підвищення рівня наукового обґрунтування управлінських рішень в процесі фінансово-господарської діяльності. Акцент перемістився в сторону перспективного аналізу, тобто, підприємця тепер, насамперед, цікавить всебічно зважений, науково обґрунтований прогноз щодо стану зовнішнього середовища. Здійснення його повинно опиратися на широке застосування методів економіко-математичного моделювання при вирішенні аналітичних завдань та врахування сприятливих можливостей для використання сучасних комп'ютерних технологій обробки інформації. Характер аналітичного дослідження при цьому набуває рис стандартизованого процесу.

За твердженням О.Р. Романенко [170, с. 46] досить перспективним у фінансовому плануванні є використання саме економіко-математичного моделювання, що дає змогу за допомогою змінних вхідних показників розраховувати кілька варіантів плану та знаходити оптимальні рішення.

Питання моделювання фінансового стану підприємства досить детально розроблені в працях зарубіжних вчених, зокрема, А. Б. Бутник-Сіверського

[171], Б. Е. Девіса, Г. Дж. Каккаполо, М. А. Чендрі [172], А. Д. Шеремета [173], У. Т. Карлтона [174], Р. С. Сайфуліна [175], Р. Спайса [176], Дж. М. Стерна [177], Е. С. Стоянової [178], Л. Л. Терехова [179-180], Дж. К. Френсіса, Д. Р. Ровела, [181], Дж. В. Еліота [182], І. Г. Попова [183]. Для вітчизняної науки ця тема є відносно новою, однак тут також слід виділити дослідження Н. Костіної, А. Алексєєва, О. Василика [184] та інших авторів, які досліджують цю проблематику.

Основними напрямками використання економіко-математичного моделювання процесів, які відбуваються на підприємстві, можна вважати:

- здійснення кількісного аналізу власного виробництва та використання виробничих потужностей на основі матричних математичних моделей;
- вибір перспективних напрямків виробництва та стратегії фінансової діяльності з використанням математичних моделей;
- оптимізація техніко-економічного планування з різними часовими діапазонами;
- вибір оптимального кредитного механізму;
- прогнозування оптимальної поведінки на ринках капіталів, виробничих ресурсів та виробленої продукції [185, С. 90].

Використання алгоритмів моделювання спрямоване на розв'язання двох основних типів завдань. До першого типу належать завдання прогнозованого характеру, розв'язок яких забезпечував би оцінку прогнозованих показників на значний проміжок часу, навіть при використанні до певної міри невизначеної інформації. До другого типу відносять завдання з забезпечення оптимального режиму функціонування підприємства в реальному часі з максимальною невизначеністю всіх параметрів, що розглядаються.

Інструментарій раціоналізації управління капіталом складний та багатоплановий. Він охоплює визначення у формалізованому вигляді цілей і критеріїв ефективності функціонування організаційних структур, механізмів фінансових стимулів, впливів зовнішнього середовища, процедури прийняття

управлінських рішень.

Під моделюванням розуміють метод дослідження економічних явищ і процесів шляхом побудови їх образу – моделі. Модель — це адекватне відображення об'єкта дослідження, яке в процесі дослідження імітує його поведінку та служить джерелом інформації про нього.

Використання моделей дозволяє одержати уявлення про об'єкт, що аналізується, кількісно описати структуру, відтворити якісну оцінку зовнішніх і внутрішніх взаємозв'язків. Побудова моделей є логічним завершенням проведеного системного аналізу, оскільки ґрунтується на попередньо отриманих результатах та виявлених взаємозв'язках.

Для того, щоб моделювання стало ефективним інструментом в аналітичних дослідженнях, необхідно правильно побудувати модель, яка адекватно відображатиме об'єкт дослідження. У фінансовому аналізі використовуються, головним чином, математичні моделі, які описують досліджуване явище чи процес за допомогою систем рівнянь, нерівностей, функцій та інших математичних способів.

У практиці перспективного фінансового аналізу застосовують значну кількість моделей, використання яких сприяє оптимізації розподілу наявного капіталу, дозволяє оцінити доцільність інвестицій, вибрати джерела фінансування виробничої діяльності, мінімізувати вартість використовуваного капіталу та максимізувати прибуток. Ми не будемо зупинятись на їх характеристиці, оскільки це детально описано в літературі [169].

Імітаційне моделювання дозволяє описати економічні процеси за допомогою побудови системи рівнянь, критеріїв та обмежень. Використання імітаційних моделей дозволяє визначити алгоритми поведінки елементів об'єкту, що аналізується, та взаємодію між ними в процесі функціонування.

Адекватно побудована модель повинна відповідати наступним вимогам:

- отримані за моделлю результати повинні бути достатньо наближені до дійсності;

- легко піддаватися адаптуванню та розширенню (з метою дослідження впливу різних чинників як з внутрішнього, так і з зовнішнього середовища);
- піддаватися вдосконаленню технічних та робочих характеристик;
- бути зрозумілою для користувачів, які не мають спеціальної підготовки;
- відображати взаємозв'язок виробничих, інвестиційних, фінансових та дивідендних управлінських рішень та їх вплив на потребу в додатковому капіталі;
- бути досить простою у використанні.

Для дослідження потреби в додатковому капіталі та впливу вибору джерел його формування на показники ефективності роботи підприємства нами запропонована імітаційна модель, яка дозволяє спрогнозувати майбутні потреби в капіталі при будь-якому обсягу реалізації продукції, може бути вбудована як окремий блок в систему автоматизованого фінансового управління рухом капіталу.

Така модель складається із 61 рівняння, що охоплюють дев'ять секторів:

- 1) секторі галузевого обсягу реалізації продукції;
- 2) виробничому секторі;
- 3) секторі капіталу;
- 4) секторі цін;
- 5) секторі реалізації та витрат;
- 6) секторі фінансових результатів;
- 7) секторі оцінки ризику;
- 8) секторі вартості капіталу;
- 9) секторі потреби в додатковому капіталі.

Графічне відображення взаємозв'язків, що виникають між окремими елементами моделі, подано у вигляді блок-схеми на рис. Я.1 (додаток Я). Алгоритм запропонованої моделі побудований на основі описаного ходу

аналітичних досліджень аналізу потреби в додатковому капіталі на прикладі Зарубинського спиртового заводу (див. § 3.1) та реалізований при визначенні темпу внутрішнього та стійкого росту обсягу реалізації продукції (таблиці Ю.15, Ю.16, Ю.17 додатку Ю).

Умовні позначення, використані при побудові блок-схеми подано на рис. Я.2.

Параметри, що використовуються для опису моделі, поділяються на дві групи: зовнішні та внутрішні. Зовнішні параметри визначаються користувачами (адміністрацією підприємства) та є необхідними вхідними даними для здійснення процесу імітації, а внутрішні параметри розраховуються на основі значень зовнішніх.

Вихідний результат, який передбачено одержати в результаті моделювання, залежатиме від величини зовнішніх параметрів. Оскільки дана модель є спрощеним відображенням процесу визначення потреби в додатковому капіталі, то деякі із вхідних показників можуть бути деталізовані та перетворюються на внутрішні. Умовні позначення показників, що описують досліджувану нами модель, подано в таблиці Я.1 (додаток Я).

Система рівнянь, яка подана в таблиці Я.2 (додаток Я), описує взаємозв'язки, що виникають між окремими елементами моделі, а також їх вплив на кінцевий результат – обсяг потреби в додатковому капіталі. З метою вивчення чутливості потреби в капіталі від змін в значеннях деяких вхідних показників, параметри рівнянь системи можуть бути змінені.

Взаємодія елементів моделі проілюстрована рівняннями, згрупована в секторах у таблиці Я.2 та схематично зображена блок-схемою (рис. Я.1) (додаток Я).

1. Сектор галузевого обсягу реалізації продукції.

Важливість прогнозу галузевого обсягу реалізації продукції визначається його позицією Я.1 (додаток Я). Даний показник є основою для розрахунку всіх інших похідних від нього показників і прямо впливає на сектори виробництва

та оцінки ризику, а також опосередковано на всі інші.

Розрахунок галузевого обсягу реалізації продукції поданий рівнянням (Я.1), в якому величина даного показника є похідною від його значення у попередньому періоді, скоригованого на темп росту галузевого обсягу реалізації продукції у прогнозованому періоді (темп росту галузевого ринку збуту).

Для виключення впливу інфляції рівень обсягу реалізації продукції слід визначати в натуральних одиницях.

Оскільки існує лише певна ймовірність підтвердження прогнозу галузевого обсягу реалізації продукції, то для визначення ступеня ризику ми пропонуємо розраховувати показник стандартного відхилення потенційного галузевого обсягу реалізації продукції.

Даний показник є зовнішнім параметром і використовується для розрахунку стандартних відхилень прибутку від діяльності до вирахування відсотків за користування позиченим капіталом та податку на прибуток, чистого прибутку підприємства та нерозподіленого прибутку після здійснення виплат учасникам (власникам).

Взаємозв'язок між величиною потенційного обсягу реалізації продукції підприємства та галузевим обсягом реалізації продукції пропонуємо описати за допомогою рівняння (Я.2), застосувавши припущення про ринкову частку підприємства в галузевому обсязі реалізації продукції, тобто величина потенційного обсягу реалізації продукції підприємства розраховується на основі прогнозованого галузевого обсягу реалізації та припущення про ринкову частку підприємства.

2. Виробничий сектор.

У даній моделі пропонуємо розрізняти потенційний та плановий обсяги реалізації, що розраховані на основі рівнянь (Я.2) та (Я.6). Нами зроблено припущення про те, що керівництво підприємства прагне досягнути потенційного рівня реалізації.

У свою чергу, запланований обсяг реалізації продукції можна визначити як суму фактичного рівня випуску на існуючих виробничих потужностях та залишків готової продукції на початок періоду.

Порівняння потенційного та планового обсягів реалізації дає можливість визначити потребу в додаткових потужностях для виробництва додаткової кількості продукції. Виконання умов нерівності (Я.7) свідчатиме про потребу у придбанні додаткових засобів, інакше — потреба буде нульовою, тобто при наявності невикористаних виробничих потужностей зростання обсягу реалізації продукції не вимагатиме зростання обсягу необоротних активів (в даному випадку під необоротними активами маємо на увазі основні засоби). Таке зростання може бути підкріплене більш повним завантаженням існуючих потужностей.

Обсяг випуску продукції при повному завантаженні потужностей розраховується за допомогою рівняння (Я.3) як добуток показника максимальної фондівдачі необоротних активів на початок періоду та обсягу необоротних активів у прогнозованому періоді.

Фактичний обсяг випуску продукції в натуральних одиницях розраховується як добуток обсягу випуску продукції при повному завантаженні виробничих потужностей та коефіцієнта використання цих потужностей (рівняння Я.5). Цей показник можна коригувати поступово або динамічно, збільшуючи до обсягу потенційної реалізації.

Рівень планової реалізації продукції визначатиме обсяг необхідних активів, а, отже, й потребу в додатковому капіталі.

3. Сектор капіталу.

В досліджуваній моделі обсяг необхідних нових інвестицій прямо не пов'язаний з обсягом реалізації, а є результатом порівняння потенційного та планового рівнів обсягу реалізації продукції. В другому секторі було визначено потребу підприємства в збільшенні виробничих потужностей як добуток різниці між потенційним та плановим обсягом реалізації продукції і

коефіцієнтом фондомісткості продукції при повному завантаженні виробничих потужностей

На відміну від необоротних активів потреба в оборотному капіталі прямо залежатиме від рівня операційних витрат періоду (рівняння (Я.8)). В цьому випадку ми робимо припущення, що залишки готової продукції на початок періоду та вироблена продукція у досліджуваному періоді будуть продані. Жодних залишків готової продукції та незавершеного виробництва на кінець періоду не передбачено, тобто величина операційних витрат дорівнює сумі змінних витрат на виготовлення реалізованої продукції та постійних витрат, оскільки діє припущення, що вся вироблена підприємством продукція продається. Складові елементи, які визначають розмір операційних витрат — це зовнішні параметри (рівняння (Я.8)) за винятком обсягу амортизаційних відрахувань, що визначаються рівнянням (Я.16).

Розрахунок потреби в оборотному капіталі поданий рівнянням (Я.9), а обсяг необхідного збільшення визначається при виконанні умов нерівності (Я.10).

Сума необхідного збільшення обсягу необоротних та оборотних активів визначає потребу в нових інвестиціях (рівняння (Я.11) та (Я.12)).

4. Сектор цін.

Ціновий сектор відіграє в моделі ключову роль, оскільки поєднує кількісний сектор із вартісним. Результати, отримані в секторах галузевої реалізації, виробництва, виражені в натуральних одиницях. На противагу їм, номінальні сектори витрат, фінансових результатів, формування додаткового капіталу є вартісно вираженими. Наявність цього сектора, на нашу думку, дозволяє відокремити вплив цінових рішень від рішень, пов'язаних з виробництвом та реалізацією продукції, а також показати різницю між реальними та номінальними вартостями і, таким чином, проаналізувати вплив інфляційних процесів.

Рівняння (Я.14) генерує нову ціну продукції, пов'язуючи її через індекс

інфляції з ціною продукції в попередньому періоді.

Номінальна потреба в додатковому капіталі та номінальна вартість наявних необоротних активів оцінюються, виходячи із використання дефлятора валового національного продукту, що визначається рівняннями (Я.13) та (Я.15).

Дефлятор валового національного продукту — це показник відмінності між реальним та номінальним продуктом, що дозволяє визначити вплив інфляції. В Україні дефлятор валового національного продукту прийнято розраховувати за формулою Пааше [153].

5. Сектор витрат.

Рівняння (Я.17) дозволяє шляхом використання ціни, визначеної у секторі цін, здійснити перетворення планового обсягу реалізації продукції з натуральних одиниць у вартісний вираз.

Змінні витрати прямо пов'язані з плановим рівнем реалізації продукції підприємства у вартісному виразі. Послідовність їх розрахунку подано рівнянням (Я.18). Представлення змінних витрат як частки обсягу реалізації продукції полегшує можливість їх прогнозування у випадку коливання рівня реалізації.

Обсяг постійних витрат є внутрішнім параметром і визначається як різниця між величиною операційних витрат та змінними витратами на виготовлення продукції, яка буде реалізована у прогнозованому періоді. (рівняння (Я.19)). Сума змінних та постійних витрат, що пов'язані з реалізацією продукції, становитиме загальні витрати на виготовлення реалізованої продукції (рівняння (Я.20)).

Визначені у цьому секторі витрати є основою для розрахунку прибутку від операційної діяльності в секторі фінансових результатів, а також для вимірювання ступеня ризику за допомогою коефіцієнтів еластичності в секторі оцінки ризику.

6. Сектор фінансових результатів.

Рівняння (Я.21), (Я.22), (Я.23), (Я.24) сектора фінансових результатів

пов'язують розмір інших операційних доходів, доходів від інвестиційної діяльності, доходів від фінансової діяльності та витрат інвестиційної діяльності пропорційно з плановим обсягом реалізації продукції. Таке припущення дозволяє нам спрогнозувати їх розмір як прямих детермінантів розміру прибутку від звичайної діяльності.

Рівняння (Я.25) призначене для визначення величини прибутку від реалізації продукції, а рівняння (Я.26) – для визначення інших прибутків від звичайної діяльності за вирахуванням фінансових витрат та податку на прибуток.

Розрахунок величини прибутку від звичайної діяльності до вирахування відсотків за користування позиченим капіталом та податку на прибуток здійснюється за допомогою рівняння (Я.27). У свою чергу, розмір чистого прибутку можна отримати з прибутку від звичайної діяльності до фінансових витрат та оподаткування після виключення фінансових витрат та податку на прибуток (рівняння (Я.28)). Це рівняння враховує можливість виникнення ефекту “зворотного живлення” та його вплив на розмір вказаного прибутку.

Рівняння (Я.29) та (Я.30) відображають порядок розрахунку дивідендних виплат за привілейованими акціями та прибутку після вирахування дивідендних виплат.

Обсяг нерозподіленого прибутку, який буде отримано в прогнозованому періоді, визначається шляхом множення чистого прибутку після виплати дивідендів за привілейованими акціями та коефіцієнта реінвестування прибутку (рівняння (Я.31)).

7. Сектор оцінки ризику.

Похідні від обсягу реалізації продукції із сектору фінансових результатів - прибуток від звичайної діяльності до вирахування відсотків за використання позиченого капіталу і податку на прибуток, чистий прибуток та чистий прибуток після вирахування дивідендних платежів за привілейованими акціями - використовуються в секторі оцінки ризику для отримання стандартного

відхилення кожного з вказаних показників. Вони демонструють як зміна прогнозів галузевого обсягу реалізації впливає на характер ризику (діловий та фінансовий ризику) підприємства. Ці види ризиків визначають вартість капіталу за рахунок випуску нових акцій та залучення нових позиченого капіталу в рівняннях (Я.40), (Я.42) та (Я.44) восьмого сектора. Таким чином, ризик є основним детермінантом фінансових витрат у даній моделі, а самі фінансові витрати є внутрішнім показником.

Стандартні відхилення прибутку від звичайної діяльності до вирахування відсотків за використання позиченого капіталу і податку на прибуток, чистого прибутку та чистого прибутку після виплати дивідендів за привілейованими акціями визначаються варіацією прогнозу галузевого обсягу реалізації продукції та рівнями коефіцієнтів еластичності (рівняння (Я.32), (Я.34), (Я.35)), що відображають вплив операційного та фінансового ризиків (рівняння (Я.37), (Я.38) та (Я.39)).

8. Сектор визначення вартості капіталу.

Ринкові фактори, що необхідні для визначення вартості нових ресурсів у вигляді коефіцієнтів α_L , α_{PrSt} , α_S , β_L , β_{PrSt} , β_S введені в рівняння (Я.40), (Я.42) та (Я.44). Коефіцієнти варіації ν_{EBIT} , ν_{NIAT} в даній моделі відображають мінливість у розмірі $EBIT$, $NIAT$ та $NIAT_{Div}$. Дані попередніх значень коефіцієнтів регресій встановлюються шляхом проведення регресійного аналізу.

Рівняння (Я.46) описує порядок визначення середньозваженої вартості позиченого капіталу у прогнозованому періоді, а рівняння (Я.47) – середньозваженої вартості привілейованих акцій.

9. Сектор потреби в додатковому капіталі.

Розрахунок потреби в додатковому капіталі здійснений, головним чином, на основі взаємозв'язків, що визначають суму зовнішнього фінансування, необхідного для задоволення потреби в додаткових інвестиціях, та можливостей внутрішнього фінансування.

Рівняння (Я.53) описує порядок визначення потреби в додатковому

капіталі. Частка нерозподіленого прибутку як внутрішнє джерело формування капіталу підприємства розраховується рівнянням (Я.31), а розмір автоматичного зростання спонтанних пасивів — рівнянням (Я.52).

Нерівності (Я.55) та (Я.59) є обмеженнями розміру капіталу, що буде сформований з певних джерел. Нерівність (Я.55) побудована на основі припущення про оптимальну структуру джерел формування капіталу, а нерівність (Я.59) є похідною від нерівності (2.13).

Перелік нерівностей може бути збільшений відповідно до вимог, що ставляться перед керівництвом підприємства, власниками, кредиторами та контрагентами.

Сукупна потреба в додатковому капіталі визначається за допомогою рівняння (Я.61). Вона враховує всі потреби в додатковому капіталі, необхідному для збільшення активів та покриття додаткових фінансових витрат на обслуговування нового позиченого капіталу.

Рівняння (Я.61) матиме зміст лише за умови, що рівність (Я.53) дорівнюватиме нулю, інакше потреба в додатковому капіталі визначатиметься за формулою (Я.53).

Запропонований алгоритм визначення потреби в додатковому капіталі може бути легко пов'язаний з моделлю макроекономічного прогнозування для отримання прогнозу обсягу реалізації продукції для галузі та підприємства, а також може бути доповнений сектором оцінки обсягу власного капіталу. Крім цього, в даній моделі чітко відслідковується через присутність ризику через припущення про стохастичну непостійність в галузевих прогнозах реалізації продукції. Величина варіації обсягу реалізації продукції трансформується в коефіцієнти варіації прибутку від звичайної діяльності до вирахування фінансових витрат та оподаткування, чистого прибутку, чистого прибутку після виплати дивідендів за привілейованими акціями, — та використовується для визначення вартості капіталу.

Важливим є й те, що в моделі, на відміну від традиційного підходу,

визнається непропорційна зміна обсягу активів відносно рівня реалізації продукції. Існуюча різниця між прогнозованим та плановим рівнем величини реалізації продукції та застосування концепції використання потужностей дозволяють наблизити модель до реальних господарських процесів, оскільки зменшення рівня реалізації не завжди приводить до зменшення обсягу активів, проте спричиняє зменшення рівня використання виробничих потужностей.

Запропонована імітаційна модель розрахунку потреби в додатковому капіталі носить дескриптивний характер і легко може бути модифікована в оптимізаційну шляхом введення цільової функції, яка визначає завдання, які потрібно вирішити в процесі оптимізації.

Висновки до розділу 3

1. В умовах переходу від адміністративної до ринкової економіки процес планування діяльності підприємств докорінно змінився. Необхідність розробки нової системи планування, що відповідала б цілям і завданням діяльності підприємства в умовах ринкової економіки, пов'язана з потребою здійснення ефективної управлінської діяльності. Недооцінка прогнозування, що спостерігається останніми роками, зумовлена неправильними підходами до використання цього інструменту. Потреба підприємства в економічних прогнозах у всіх галузях економіки викликала необхідність застосування аналізу. Метою прогнозування є визначення темпів та пропорцій економічного розвитку, які визначають процес формування та використання капіталу.
2. Прогнозування здійснюється на основі аналізу стану капіталу суб'єкта господарювання, аналізу економічних тенденцій у його розвитку, а також передбачення розвитку економічних процесів у майбутньому. Результати прогнозування фіксуються у фінансовому плануванні, що допомагає завчасно врахувати дію всіх можливих внутрішніх та зовнішніх факторів, забезпечити фінансову стійкість та платоспроможність підприємства. При цьому результати аналізу є основою для прийняття адекватних управлінських рішень.

3. Аналіз потреби підприємства в капіталі рекомендується проводити за наступними етапами: аналіз можливостей росту обсягу реалізації продукції та прогнозування результатів фінансово-господарської діяльності; визначення розміру активів, необхідних для виготовлення заданої кількості продукції; розрахунок необхідного обсягу капіталу та аналіз впливу факторів, що його визначають; аналіз граничної вартості капіталу та визначення джерел його формування.
4. У процесі аналітичного обґрунтування потреби в капіталі рекомендується розраховувати показники темпу внутрішнього росту та темпу стійкого росту. Їх використання дозволить оцінити потенціал зростання обсягу реалізації продукції за рахунок приросту внутрішніх джерел та здійснити взаємозв'язок між операційною ефективністю, ефективністю використання активів, політикою виплат з прибутку та фінансовою політикою при збереженні існуючої структури капіталу підприємства.
5. Для аналізу впливу факторів на потребу в капіталі рекомендовано використання аналізу чутливості. Його застосування дає можливість виявити наслідки невизначеності та її вплив на потребу підприємства в капіталі. Результати застосування аналізу чутливості потреби в додатковому капіталі на прикладі Зарубинського спиртового заводу дозволили виявити її значну залежність від коливання обсягу реалізації продукції, витрат на її виготовлення, тривалості фінансового циклу, обсягу кредиторської заборгованості.
6. Для вивчення потреби в додатковому капіталі та вибору джерел його формування рекомендовано застосовувати модель потреби в додатковому капіталі. Вона побудована на основі проведеного аналізу потреби підприємства в додатковому капіталі на прикладі Зарубинського спиртового заводу та складається з дев'яти секторів: сектора галузевого обсягу реалізації, виробничого сектора, сектора капіталу, сектора цін, сектора реалізації і витрат, сектора фінансових результатів, сектора оцінки ризику, сектора вартості капіталу, сектора потреби в додатковому капіталі. Алгоритм моделі визначення

потреби в додатковому капіталі може бути доповнений макроекономічними прогнозами тенденцій розвитку та коливання кон'юнктури ринку. Запропонована імітаційна модель розрахунку потреби в додатковому капіталі носить описувальний характер та легко модифікується в оптимізаційну шляхом введення цільової функції.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що полягає у вдосконаленні методики аналізу формування капіталу підприємств. Сформовано ряд висновків концептуально-теоретичного, методичного та науково-практичного характеру, що відображають вирішення основних завдань відповідно до поставленої мети:

1. У системі управління підприємством управління капіталом займає визначальну роль. Від ступеня розуміння процесу руху капіталу підприємства значною мірою залежить адекватність і обґрунтованість управлінських рішень адміністрації підприємства, ефективність її роботи в ході досягнення основної мети. Однак сьогодні не існує чітко визначеної методики аналізу формування капіталу підприємства, нагальність розробки якої назріла через посилення конкурентної боротьби за наявні ресурси. Існуюча методика аналізу використання капіталу здатна визначити ефективність використання капіталу лише в минулих періодах. Тому актуальними є дослідження процесу формування капіталу та побудова відповідної методики аналізу для пошуку оптимальних варіантів управлінських рішень.

2. Під поняттям „капітал”, в контексті побудови методики аналізу формування капіталу, слід розуміти сукупність економічних благ у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, які залучаються в економічний процес діяльності суб’єкта господарювання і здатні приносити дохід.

3. Ретроспективний аналіз вітчизняної літератури свідчить про панування хибного підходу до розуміння суті пасиву балансу та невідповідність його міжнародним стандартам фінансової звітності. Оскільки пасив балансу підприємства повинен, перш за все, характеризувати джерела утворення капіталу, доцільним є виокремлення понять „джерело утворення капіталу” та „капітал підприємства” та представлення розділів пасиву балансу на загальнодержавному рівні у наступному порядку: поточні зобов’язання; довгострокові зобов’язання; зобов’язання з цільового фінансування; резерви та забезпечення наступних витрат та платежів; внутрішні джерела формування

капіталу; капітал учасників (власників).

4. Оскільки метою здійснення аналізу формування капіталу є оцінка його стану, руху, як необхідної умови ефективного здійснення господарської діяльності, та доцільності вибору шляхів її фінансування, то напрямки дослідження процесу формування капіталу варто визначати відповідно до мети аналізу, потреб управління в отриманих результатах в наступному порядку: аналіз структури капіталу підприємства; аналіз вартості капіталу та її вплив на платоспроможність підприємства; обґрунтування оптимальної структури капіталу підприємства; аналіз потреби в капіталі для здійснення майбутньої діяльності підприємства.

5. Результатом аналізу структури капіталу підприємства є загальна оцінка джерел формування капіталу на підприємстві, напрямків його розміщення, що дозволяє оцінити характер застосовуваних методів фінансування діяльності та інвестиційного процесу, зробити загальний висновок про вплив вибору джерел фінансування і напрямків розміщення капіталу на фінансову стійкість і платоспроможність підприємства. Тому традиційний підхід до методики аналізу структури капіталу слід доповнити аналізом показників фінансової стійкості й платоспроможності та ввести показник необхідного рівня оборотного капіталу, що дасть можливість поглибити висновки щодо оптимальності структури капіталу за джерелами утворення, дозволить визначити повноту використання вкладених коштів, прогнозувати потребу в оборотному капіталі для здійснення заданого рівня діяльності, виявити його надлишок або дефіцит.

6. Вартість капіталу є основним детермінантом, що здійснює вплив на ефективність роботи підприємства та управлінські рішення щодо руху капіталу і його структури. В контексті аналізу формування капіталу під вартістю капіталу слід розуміти витрати, які несе підприємство внаслідок використання капіталу, сформованого з певного джерела. Обсяг позиченого капіталу та витрати на відшкодування його вартості мають безпосередній вплив на формування прибутку від звичайної діяльності та показники ліквідності й

платоспроможності підприємства.

Для підтримки високого рівня платоспроможності підприємства рекомендовано проведення розрахунку економічно обґрунтованої межі платоспроможності підприємства.

7. Існуюча методика розрахунку оптимальної структури капіталу дозволяє визначити таке співвідношення власного та позиченого видів капіталу, при якому показник фінансової рентабельності максимізується. Проте за допомогою неї не можна передбачити вплив коливання рівня реалізації продукції на зміну ефективності діяльності підприємства. Для врахування впливу коливання майбутнього обсягу реалізації продукції на оптимальність структури капіталу слід застосовувати коефіцієнти еластичності, що дасть можливість прогнозувати коливання показника фінансової рентабельності та враховувати при цьому операційний та фінансовий ризики. Крім того, доцільно застосовувати показники „межа платоспроможності” та „межа байдужості”, що дозволить встановити оптимальний обсяг залучення короткотермінового позиченого капіталу підприємствами та визначати вигідність фінансування активів підприємства за рахунок власного або позиченого капіталу при прогнозованому обсягу реалізації продукції.

8. Необхідність ефективного управління капіталом підприємства вимагає аналізу граничного росту обсягу реалізації за рахунок внутрішніх резервів формування капіталу. Для аналітичного обґрунтування потреби підприємства в капіталі слід застосовувати показники „темپ внутрішнього росту” та „темп стійкого росту”, що дозволить оцінити потенціал зростання обсягу реалізації продукції за рахунок приросту внутрішніх джерел і провести взаємозв'язок між операційною ефективністю, ефективністю використання активів, політикою виплат з прибутку та фінансовою політикою при збереженні існуючої структури капіталу підприємства. Крім того, рекомендовано проведення аналізу чутливості при аналізі потреби в капіталі, що створить можливість для виявлення наслідків невизначеності та її вплив на потребу підприємства в капіталі.

9. Для вивчення потреби підприємства в додатковому капіталі та вибору джерел його формування рекомендовано застосовувати імітаційну модель розрахунку потреби в капіталі, яка складається з дев'яти секторів: сектору галузевого обсягу реалізації, виробничого сектору, сектору капіталу, сектору цін, сектору реалізації і витрат, сектору фінансових результатів, сектору оцінки ризику, сектору вартості капіталу, сектору потреби в додатковому капіталі. Практичне застосування її забезпечить прискорення пошуку оптимальних варіантів управлінських рішень щодо формування капіталу підприємства.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аристотель. Сочинения: В 4-х томах. / АН СССР. Институт философии. – М.: Мысль, 1978. - Т.2. - 682 с.
2. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Кн. 1. – М.: Ось-89, 1997. – 256 с.
3. Вреден Э. Курс политической экономии. – Спб.: типография М.М.Стасюлевича, 1880. – 156 с.
4. Милль Дж. С. Основы политической экономии. — М.: Прогресс, 1980. – 495 с.
5. Международный бухгалтерский учет GAAP и IAS. Справочник бухгалтера от А до Я. – М.: Дело и Сервис, 1998 г. — 192 с.
6. Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. – М.: Госполитиздат, 1961. - Т.25. Ч. 2. - 551 с.
7. Самуэльсон П. Экономика. — М.: НПО Алгон ВНИИСИ «Машиностроение», 1994. - Т.1. — 334 с.
8. Платон. Собрание сочинений: В 4-х томах. / АН СССР. Институт философии. – М.: Мысль, 1990. —Т. 4. Книга 5. — 860 с.
9. Маклеод Г.Д. Основания политической экономии. – СПб.: изд. Н.Тиблена, 1865. — 176 с.
10. Кулишер И.М. Политическая экономия. – Петроград: Просвещение, 1918. — 283 с.
11. Богачева Г.Н., Денисов Б.А. О многообразной трактовке категории «капитал» // Теория менеджмента. – 2000. – январь-февраль. – С. 13-24.
12. Encarta World English Dictionary. – New York: St.Martin`s Press, 1999. — 1109 p.
13. Oxford Advanced Learner`s Dictionary of Current English. – Oxford: Oxford University Press, 1995. – 997 p.

14. Основи економічної теорії: політекономічний аспект: Підручник / Відп. ред. Г.Н.Климко. – 4-те вид. – К.: Знання-Прес, 2002. – 210 с.
15. Алексеєнко Л.М., Олексієнко В.М., Юркевич А.І. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійсько-російський тлумачний словник). – К.: Максимум, Економічна думка, 2000. — 591 с.
16. Финансы и инвестиции: Англо-русский, русско-английский толковый словарь. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. – 224 с.
17. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента: Как управлять капиталом. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 384 с.
18. Русак Н.А., Русак В.А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования: Справочное пособие. – Мн.: Высш. Шк., 1997. – 254 с.
19. Финансовое управление фирмой / Под ред. В.И.Терехина. – М.: Экономика, 1998. – 207 с.
20. Белолипецкий В.Г. Финансы фирмы: Курс лекций / Под ред. И.П.Мерзлякова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 298 с.
21. Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Смакай Л.Г. Финансы фирмы: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2003. — 496 с.
22. Фінанси підприємств: Підручник / Під ред. проф. А.М.Поддєрьогіна. – 2-ге вид. – К.: КНЕУ, 2000. – 460 с.
23. Опарін В. Фінансові ресурси та суспільний капітал // Вісник НБУ. – 2001. - № 7. – С.26-29.
24. Бланк И.А. Управление формированием капитала. – К.: Ника-Центр, Єльга. 2000. – 512 с.
25. Суторміна В.М. та ін. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навчальний посібник / В.М.Суторміна, В.М.Федоров, Н.С.Рязанова / За ред. В.М.Федосова. – К.: Либідь, 1993. – 247 с.
26. Новодворский В.Д., Хорин А.Н. Балансовое обобщение как метод бухгалтерского учета // Бухгалтерский учет. - 1995. - № 3. – С. 15-19.

27. Studies in the Quantity Theory of Money / Edited by M.Friedman. - Chicago: The University of Chicago Press , 1956. – 256 p.
28. Фишер С. Экономика / Под общ. ред. Г.Г.Сапова. – М.: Дело, 1993. – 664 с.
29. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси / Пер. з англ. В.Ф.Овсієнка та В.Я.Мусієнка. - К.: Вік, Глобус, 1992. – 252 с.
30. Хендриксен Э.С., Ван Бреда М.Ф. Теория бухгалтерского учета / Под ред. проф. Я.В.Соколова. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 576 с.
31. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку / Перекл. з англ. за ред. С.Ф.Голова. – К.: Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 1998. – 736 с.
32. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 „Загальні вимоги до фінансової звітності” // Українська Інвестиційна газета. - 2001. - № 48. – С.2-4.
33. Бахчисарайцев Г.А. Первые уроки бухгалтерии на началах моей балансовой теории. – М.: МАКИЗ, 1926. – 98 с.
34. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV // Офіційний вісник України. - 2003. - № 11. – С. 303.
35. Економічна енциклопедія: У трьох томах. / Редкол. С.В.Мочерний (відп. ред.) та ін. – К: Академія, 2000. - Т.1 – 864 с.
36. Щербина В.С. Господарське право України: Навч.посібник. – К.: Юрінком Інтер, 2002. – 392 с.
37. Higgins R. Analysis for financial management. – Homewood: Irwin, 1989. – 337 p.
38. Закон України "Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом" від 14.05.1992 № 2343-XII // Відомості Верховної Ради України. - 1992. - № 31. – Ст.440.
39. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.1991 р. №1201-XII // Відомості Верховної Ради. – 1991. - № 38. – Ст. 508.

40. Закон України “Про господарські товариства” від 19.09.1991 р. №1576-12 XII // Відомості Верховної Ради. – 1991. - № 49. – Ст.682.
41. Положення про порядок реєстрації випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених із державних підприємств у процесі приватизації та корпоратизації. Затверджено рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11.04.2000 р. № 39 // Офіційний вісник України. - 2000. - № 18. – С. 208.
42. Бабаев Ю.А. Теория бухгалтерского учета: Учебник для вузов. – М.: ЮНИТИ, 2003. – 304 с.
43. Закон України «Про кооперацію» від 10.07.2003 № 1087-IV // Офіційний вісник України. - 2003. - № 33. – С.233.
44. Davis A. SEC Claims Profit “Management” by Grace // Wall Street Journal. - 1999. - April 7. – P. 25-36.
45. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 „Дохід” // Офіційний вісник України. - 1999. - № 50. – С.442.
46. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 16 „Витрати” // Офіційний вісник України. - 2000. - № 3. – С. 181.
47. Мэтьюс М.Р., Перера М.Х. Теория бухгалтерского учета / Пер. с англ. — М.: ЮНИТИ, 1999. – 663 с.
48. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1988. – 488 с.
49. Пушкар М.С. Фінансовий облік: Підручник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 628 с.
50. Постанова ВР України "Про застосування векселів в господарському обороті України" від 17.06.92 р. №2470-XII // Відомості Верховної Ради України. - 1992. - № 35. – Ст.516.
51. Указ Президента України "Про розширення сфери обігу векселів" від 26.07.95р. №658/95.
52. Положення про переказний і простий вексель. Затверджене

постановою ЦВК і РНК СРСР від 07.08.37 р. №104/1341.

53. Роз'яснення НБУ щодо використання векселів у господарському обороті (лист НБУ від 22.02.95 р. №150010/48).
54. Закон України “Про фінансовий лізинг” від 16.12.1997 р. №723/97-ВР // Офіційний вісник України. - 1998. - № 1. – С.34.
55. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.1994 № 334/94-ВР // Відомості Верховної Ради України. - 1995. - № 4. – Ст. 28.
56. Закон України “ Про податок на додану вартість” від 03.04.1997 № 168/97-ВР // Офіційний вісник України. – 1997. - № 18. – С.3.
57. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 624 с.
58. Ярошук О.В. Вплив внутрішніх обмежень фінансової звітності і упередженості керівництва підприємства на інформацію як джерело аналітичних досліджень // Наукові записки. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу. Випуск 11. Частина 2. – Тернопіль: Економічна думка. - 2002. - С.6 – 8.
59. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 11 “Зобов’язання” // Офіційний вісник України. - 2000. - № 7. – С.92.
60. Павлова Л.Н. Финансы предприятий: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998. – 639 с.
61. Ремньова Л.М. Фінансовий менеджмент як фактор економічного зростання //Фінанси України. - 2002. -№11. - С.32-40.
62. Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.
63. Брігхем Е.Ф. Основы финансового менеджмента / Пер. з англ. – К.: Вазак, Молодь, 1997. – 1000 с.
64. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 512 с.

65. Коробов М.Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств: Навчальний посібник. – К.: Знання, КОО, 2002. - 294 с.
66. Балабанов И.Т. Финансовый анализ и планирование хозяйствующего субъекта. - М.: Финансы и статистика, 2002. – 308 с.
67. Фаріон І.Д., Захарків Т.Д. Фінансовий аналіз: Навчальний посібник. – Тернопіль. – 2000 р. – 455 с.
68. Хан Д. Планирование и контроль: концепция контроллинга / Пер с нем. / Под ред. А.А.Турчака и др. — М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.
69. Лопатников Л.И. Краткий экономико-математический словарь. — М.: Наука, 1979. – 358 с.
70. Саркисян С.А., Ахундов В.М., Минаев Е.С. Большие технические системы. Анализ и прогноз развития. — М.: Наука, 1977. - 219 с.
71. Погостинская Н.Н., Погостинский Ю.А. Системный анализ финансовой отчетности. – СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 1999. – 96 с.
72. Економічний аналіз діяльності промислових підприємств / За ред. С.І.Шкарабана, М.І.Сапачова. – Тернопіль: ТАНГ, 1999. – 405 с.
73. Шеремет А.Д. Комплексный экономический анализ деятельности предприятия. — М.: 1984. – 179 с.
74. Карлин Г., Макмин А. Анализ финансовых отчетов (на основе GAAP). – М.: ИНФРА - М, 2001. – 445 с.
75. Івахненко В.М. Курс економічного аналізу: Навчальний посібник – К.: Знання-Прес, 2002. – 190 с.
76. Федорович Р.В., Загородна О.М., Серединська В.М. Фінансовий аналіз: Навчально-методичний посібник. – Тернопіль: ТАНГ, 2001. – 149 с.
77. Сучасний економічний аналіз і прогнозування (мікро та макрорівень): Навчально-методичний посібник. – К.: МАУП, 1997. - 272 с.
78. Тарасенко Н.В. Економічний аналіз діяльності промислового

- підприємства. – Львів: ЛБІ НБУ, 2000. – 485 с.
79. Економічний аналіз: Навч. посібник / За ред. проф. М.Г.Чумаченка. – К.: КНЕУ, 2001. - 540 с.
 80. Мец В.О. Економічний аналіз фінансових результатів та фінансового стану підприємства: Навчальний посібник – К.: Вища школа, 2003. - 278 с.
 81. Попович П.Я. Економічний аналіз діяльності суб'єктів господарювання: Підручник. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – 454 с.
 82. Нарібаєв К.Н. Организация бухгалтерского учета в США. – М.: Финансы, 1979. – 152 с.
 83. Методика проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану неплатоспроможних підприємств та організацій. Затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 27.06.1997 р. № 81 // Офіційний вісник України. – 1997. - № 32. – С. 144.
 84. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій. Затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій від 23.02.1998 р. // Офіційний вісник України. – 1998. - № 13. – С. 211.
 85. Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації. Затверджене Міністерством фінансів України, Фондом державного майна України від 26.01.2001 р. № 49/121 // Офіційний вісник України. – 2001. — № 7. – С. 190.
 86. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків/ Затверджене постановою Правління Національного банку України від 06.07.2000 р. // Офіційний вісник України. – 2000. — № 32. – С. 228.
 87. Шеремета Й.М. До питання аналізу формування і розподілу

- фінансових ресурсів // Наукові записки. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу. Випуск 9. – Тернопіль: Економічна думка. - 2001. – С.146-148.
88. Strategic Financial Management / R.G.Clarke, B.Wilson, R.H. Daines, S.D.Nadauld. - Homewood: Irwin, 1988. – 256 p.
 89. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 2 “Баланс”// Офіційний вісник України. – 1999. - № 25. – С. 335.
 90. Зудилин А.П. Анализ хозяйственной деятельности предприятий развитых капиталистических стран: Учебное пособие. – М.: УДН, 1986. – 194 с.
 91. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2001. – 523 с.
 92. Рудницький В.С., Бачинський В.І., Радченко К.І., Рехлецький Є.А., Мариняк М.Є. Фінансовий облік та аналіз комерційної діяльності підприємств. – К.: 1996. – 96 с.
 93. Вейцман Н.Р. Балансы капиталистических предприятий и их анализ. - М.: 1962. – 56 с.
 94. Ярощук О.В. Розрахунок показників платоспроможності підприємства на основі нової форми бухгалтерського балансу згідно з національним стандартом бухгалтерського обліку № 2 “Баланс” // Наукові записки. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу. Випуск 8. – Тернопіль: Економічна думка. — 2000. – С. 163-166.
 95. Зозуля В. EVA: новый взгляд на старые вещи // Рынок капитала. – 2001. - № 3. – С.15 - 19.
 96. Зозуля В. EVA-ABC: Одним выстрелом – двух зайцев // Рынок капитала. – 2001. - № 4. – С. 6 – 8.
 97. Колісник М. Дев’ять підходів до визначення процентної ставки // Kmbs-studio. - 2002. - № 1. – С. 3 – 14.
 98. Sharpe W.F. Capital assets prices: a theory of market equilibrium under

- condition of risk // Journal of finance. – 1964. - № 19. – P. 425 - 442.
99. Лагутін В.Д. Кредитування: теорія і практика. – К.: Знання, КОО, 2000. – 215 с.
 100. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 1024 с.
 101. Fama E.F. Short-term interest rates as predictors of inflation // American economic review. - 1975. - № 65. – P. 269-282.
 102. Синки Дж. Ф. Управление финансами в коммерческих банках / Пер. с англ. / Под ред. Р.Я.Левиты, Б.С.Пинскера. – М.: Catalbaux, 1994. – 947 с.
 103. Роуз П.С. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг / Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1995. – 768 с.
 104. Points of Interest. What Determines Interest Rates? - Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago, 2000. – P.1 - 9.
 105. Уотшем Т.Дж., Паррамоу К. Количественные методы в финансах: Учебное пособие для вузов / Пер. с англ. / Под ред. М.Р.Ефимовой. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 527 с.
 106. Damodaran Aswath. Valuing Private Firms. - Stern: Stern School of Business, 1997. – 91 p.
 107. Damodaran Aswath. Estimating Equity Risk Premiums. Stern School of Business - Stern: Stern School of Business, 1998. – 120 p.
 108. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 3 “Звіт про фінансові результати” // Офіційний вісник України. – 1999. - № 25. – С. 343.
 109. Copeland T.E., Weston J.F. Financial theory and corporate policy / 2nd edition. - New-York: Addison-Wesley, Reading, 1983. – 459 p.
 110. Mossin J. The Economic efficiency of financial markets. - Englewood Cliffs, Nj: Prentice Hall, 1977. – 137 p.
 111. Закон України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” від 16.07.1999 № 996-XIV // Офіційний вісник України. -

1999. - № 33. – С.71.
112. Interactive cases in financial analysis / Pratt J., Ramash K., Foster D. – Indianapolis: South-Western College Publishing an International Thomson Publishing company, 2000.
 113. Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R. The adjustment of stock prices to new information // International economic review. – 1969. - February. – P. 231- 237.
 114. Firth M.A. An empirical investigation of the impact of the announcement of capitalization issues on share prices // Journal of Business Finance and Accounting. - 1977. - Spring. - P. 219- 222.
 115. Joy O.M. and Jones C.P. Earning reports and market efficiencies: an analysis of the contrary evidence // Journal of Financial Research. – 1978. - Spring. - P. 159- 162.
 116. Количественные методы финансового анализа / Под ред. С.Дж.Брауна. М.П.Крицмена. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 336 с.
 117. Яремко І. Й. Економічні категорії в методології обліку: Монографія. – Львів: Каменяр, 2002. – 192 с.
 118. Samuels J.M., Wilkes F.M., Brayshaw R.E. Management of Company Finance. – London: Chapman & Hall, 1995. – 1040 p.
 119. Баюра Д. Прибыль выросла, а дивиденды сокращены // Украинская Инвестиционная Газета. – 2001. - 30 января. - № 5. – С.5.
 120. Лапішко М.Л. Основи фінансово-статистичного аналізу економічних процесів. – Львів: Світ, 1995. - 328 с.
 121. Бюлетень національного банку України. – 2003. - № 1. – С.114.
 122. Петленко Ю.В. Оптимізація джерел фінансових ресурсів підприємств // Фінанси України. – 2000.- № 6. – С.91-95.
 123. Weston J.F., Woods D.H. Theory of business finance. - Wadsworth, California: Advanced Readings, 1967. – 115 p.
 124. Lindsay R., Sametz A.W. Financial management: an analytical approach. –

Homewood: Irwin, 1963. – 462 p.

125. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // American economic review. – 1958. - № 48. – P.238 – 257.
126. Modigliani, F. and Miller M.H. Taxes and the cost of capital: a correction // American economic review. – 1963. - № 53. - P.128 – 135.
127. Miller M.H. Debt and taxes // Journal of finance. – 1977. - № 32. - P.101 – 138.
128. Warner J.B. Bankruptcy costs: some evidence // Journal of finance. -1977. - № 26. - P.56 –62.
129. Baxter N. Leverage, risk of ruin and the cost of capital // Journal of finance. – 1967. - № 26. - P.74 – 86.
130. Donaldson G. Corporate debt capacity. – Cambridge: Harvard University Press, MA, 1961. – 59 p.
131. Myers S.C. The capital structure puzzle // Journal of finance. - 1984. - № 39. – P.49 – 51.
132. Donaldson G. Strategy for financial mobility. – Homewood: Irwin, 1961. – 129 p.
133. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have // Journal of financial economics. – 1984. - June. – P. 56 – 67.
134. Asquith P., Mullins D.W. The impact of initiating dividend payments on shareholder wealth // Journal of business. – 1983. - № 56. – P. 27-29.
135. Jensen J., Meckling W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. -1976. – P.37 - 41.
136. Basking, J.B. An empirical investigation of the pecking order hypothesis // Financial management. – 1989. - № 18. – P. 17 – 22.
137. Стоянова Е.С., Штерн М.Г. Финансовый менеджмент для практиков:

- Краткий профессиональный курс. - М.: Перспектива, 1998. - 238 с.
138. Інструкція про застосування Плану рахунків бухгалтерського обліку активів, капіталу, зобов'язань і господарських операцій підприємств і організацій від 30.11.1999 № 291 // Офіційний вісник України. – 2004. - № 30. – С.319.
 139. Все про бухгалтерський облік. – 2001. - № 7. – С. 15.
 140. Стерлин А.Р., Тулин И.В. Стратегическое планирование в промышленных корпорациях США. – М.: Наука, 1990. – 197 с.
 141. Білик М.Д. Бюджетування у системі фінансового планування // Фінанси України. – 2003. - № 3. – С.97-109.
 142. Sadler P. Strategic management. – N.Y.: Kogan Page, 1993. – 284 p.
 143. Kaufman K. Managing the strategic capital cycle // Healthcare financial management. – 1997. – № 51. - P.52-55.
 144. Герчикова И.Н. Менеджмент: Учебник. – М.: ЮНИТИ, 2002. – 501 с.
 145. Терещенко О.О. Теоретичні засади бюджетування на підприємстві. // Фінанси України. – 2001. - №11. – С.17-23.
 146. Пащенко І.Л. Прогнозування фінансової діяльності підприємства. // Фінанси України. - 2001. - № 4. – С.45-50.
 147. Применение регрессионных моделей для прогнозирования экономических показателей / Под редакцией А.С. Довбы. – Мостка: 1970. - С. 62.
 148. Закон України “Про підприємства в Україні” від 27.03.1991 № 887-XII // Відомості Верховної Ради. -1991. - № 24. – С.272.
 149. Brigham E.F., Gapenski L.C. Financial management: theory and practice. - Chicago; New York; San Francisco etc.: Dryden Press, 1988. – 958 p.
 150. Уилсон П. Финансовый менеджмент в малом бизнесе / Пер. с англ. / Под ред. В.А. Микрюкова. – М.: Аудит, ЮНИТИ. – 1995. – 256 с.
 151. Ross S.A. Fundamentals of corporate finance / Stephen A.Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D.Jordan. – 3rd edition. – Toronto: Richard

- D.Irwin Inc., Irwin, 1995. – 277 p.
152. Бушуева Л.И. Методы прогнозирования объема продаж. // Маркетинг в России и за рубежом. - 2000. - №1. – С.15 – 18.
 153. Вашків П.Г. Статистика підприємництва: Навч. посібник. – К.: Слобожанщина, 1999. - 513 с.
 154. Abramowitz M., Stegun I. A. Handbook of mathematical functions with formulas, graphs, and mathematical tables. — Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1972. – 365 p.
 155. Box G.E.P., Hunter W.G., Hunter J. S. Statistics for experimenters: an introduction to design, data analysis and model building. - New York: John Wiley and Sons, 1978. – 248 p.
 156. Devore J.L. Probability and statistics for engineering and the sciences. – N.Y.: Wadsworth Publishing. - 1995. – 237 p.
 157. McCall R.B. Fundamental statistics for the behavioral sciences. - New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1990. – 327 p.
 158. Press W.H., Teukolsky S.A., Vetterling W.T., Flannery B.P. Numerical recipes in C: the art of scientific computing. - New York: Cambridge University Press, 1992. – 427 p.
 159. Sokal R.R., Rohlf J.F. Biometry: the principles and practice of statistics in biological research. - New York: W. H. Freeman, 1995. – 368 p.
 160. Bails D., Peppers L. Business fluctuations. Forecasting techniques and applications. – Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall. 1982. - 482 p.
 161. Економічний аналіз діяльності промислових підприємств / За ред. С.І.Шкарабана, М.І.Сапачова. – Тернопіль: ТАНГ, 1995. – С. 389.
 162. Макарова Н.В., Трофимец В.Я. Статистика в Excel: Учебное пособие. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 386 с.
 163. Применение регрессионных моделей для анализа экономических показателей. – М.: НИИ труда, 1969. – 79 с.
 164. Езекиэл М., Фокс К. Методы анализа корреляций и регрессий. – М.:

Статистика, 1966. – 38 с.

165. Інструкція про порядок обчислення і сплати підприємствами, установами, організаціями та громадянами збору на обов'язкове державне пенсійне страхування, інших платежів, а також обліку їх надходження до Пенсійного фонду України. Затверджена постановою правління ПФУ від 19.10.2001 р. №16-6 // Офіційний вісник України - 2001. - № 49. - С.160.
166. Закон України “Про збір на обов'язкове державне пенсійне страхування” // Відомості Верховної Ради.- 2003.- №№ 49 - 51. - С.376.
167. Закон України “Про розмір внесків на деякі види загальнообов'язкового державного соціального страхування”. Від 11 січня 2001 року, №2213-III // Відомості Верховної Ради. – 2001. - № 11. - С.47.
168. Закон України “Про страхові тарифи на загальнообов'язкове державне соціальне страхування від нещасного випадку на виробництві та професійного захворювання, які спричинили втрату працездатності. Від 22 лютого 2001 року, №2272-III // Відомості Верховної Ради. – 2001. - № 17. – С.80.
169. Федорович Р.В., Іващук О.Т. Теорія економічного аналізу : економіко-математичний аспект. – Підволочиськ: ВАТ “Поліграфіст”, 1997. – 468 с.
170. Романенко О.Р. Фінанси: підручник. - К.: Центр Навчальної Літератури, 2003. – 312 с.
171. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности предприятий и объединений / Бутник-Сиверский А.Б., Сайфулин Р.С., Рейльян Я.Р. и др. - М.: Финансы и статистика, 1982. – 200 с.
172. Davis B.E., Caccappolo G.J., Chandry M.A. An econometric planning

- model for American Telephone and Telegraph Company // The bell jornal of economics and management science. -1973. - Spring. – Volume 4, No. 1 - P.29 - 56.
173. Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория анализа хозяйственной деятельности: Учебник. –М.: Финансы и статистика, 2000. – 416 с.
 174. Carlton W.T. An analytical model for long-range planning // Jornal of finance. - 1970. - № 25. – P. 17-28.
 175. Сайфулин Р.С. Экономико-математические методы в анализе хозяйственной деятельности. – М.: Финансы, 1978. – 64 с.
 176. Spies R. The dynamics of corporate capital budgeting // Journal of Finance. – 1974. – № 29. – P.65 - 69.
 177. Stern J.M. Analytical methods in financial planning. - N.Y.: The Chase Manhattan Bank, 1980. – 123 p.
 178. Vance D. Financial Analysis and Decision Making. – N.Y.: McGraw-Hill, 2002. – 429 p.
 179. Терехов Л.Л. Экономико-математические методы. – М.: Статистика, 1972. – 359 с.
 180. Терехов Л.Л., Кущенко В.А., Студнев С.П. Экономико-математические методы и модели в планировании и управлении. – К.: Вища школа, 1984. – 231 с.
 181. Francis J.C., Rowell. A simultaneous-equation model of the firm for financial analysis and planning // Financial Management. - 1970. - Spring. – P.15 – 18.
 182. Elliot J.W. Forecasting and analysis of corporate financial performance with an economic model of the firm // Journal of financial and quantitative analysis. -1972. - March. – P.28-36.
 183. Математические методы в планировании отраслей и предприятий / Под ред. И.Г.Попова. – 2-е изд.перераб. и допол. – М.: Экономика, 1981. – 336 с.

184. Костіна Н.І., Алексєєв А.А., Василик О.Д. Фінанси: система моделей і прогнозів: Навчальний посібник. – К.: Четверта хвиля. –1998. - 304 с.
185. Вовк В.М., Левицькі Г.І. Математичне моделювання в управлінні фінансовою діяльністю підприємства. // Фінанси України. – 2000. - №1. – С.88 – 92.
186. Cochrane D., Orcutt G.H. Application of least squares regressions to relationships containing autocorrelated error terms // Journal of the american statistical association. – 1949. - Vol. 44. – P.32-61.