

ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ НА РЕЗУЛЬТАТИ ДІЯЛЬНОСТІ КОМПАНІЙ

У статті проведено аналіз впливу фінансової структури капіталу на результати діяльності компаній галузі важкого машинобудування із застосуванням традиційних методів бухгалтерського і фінансового підходу. Детально досліджено вплив фактичної фінансової структури капіталу на величини таких фінансових показників, як: ефект фінансового левериджу, прибуток на акцію, чистий прибуток, рентабельність власного капіталу. Аналіз впливу фінансової структури капіталу, опосередкованого показником середньозваженої вартості капіталу на ринкову капіталізацію компаній, не виявив чіткої залежності; це, зокрема, пояснюється тим, що ринкова капіталізація компаній не завжди відображає обґрунтовану ринкову вартість. Обґрунтовано висновок про те, що, незважаючи на певну значимість отриманих результатів, традиційні методи не дозволяють визначити значення ефективної фінансової структури капіталу. Тому методики аналізу потребують доповнень фінансовими моделями, що дозволяють удосконалити співвідношення позикового і власного капіталів і вибудувати політику фінансування з урахуванням особливостей конкретної компанії.

Ключові слова: структура капіталу, власний капітал, позиковий капітал, важке машинобудування, боргове навантаження, ефект фінансового левериджу, прибуток на акцію, рентабельність власного капіталу.

Короленко Елена

ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

В статье проведен анализ влияния финансовой структуры капитала на результаты деятельности компаний отрасли тяжелого машиностроения с применением традиционных методов бухгалтерского и финансового подхода. Подробно исследовано влияние фактической финансовой структуры капитала на величины таких финансовых показателей, как: эффект финансового левериджа, прибыль на акцию, чистая прибыль, рентабельность собственного капитала. Анализ финансовой структуры капитала, опосредованного оказателем средневзвешенной стоимости капитала на рыночную капитализацию компаний, не выявил четкой зависимости. Это, в частности, объясняется тем, что рыночная капитализация компании не всегда отражает обоснованную рыночную стоимость. Обоснован вывод о том, что, несмотря на определенную значимость полученных результатов, традиционные методы не позволяют определить значение эффективной финансовой структуры капитала. Поэтому методики анализа требуют дополнений финансовыми моделями, которые позволяют усовершенствовать соотношение заемного и собственного капиталов и выстроить политику финансирования с учетом особенностей конкретной компании.

Ключевые слова: структура капитала, собственный капитал, заемный капитал, тяжелое машиностроение, долговая нагрузка, эффект финансового ливереджа, прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала.

Korolenko Elena

FINANCIAL IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE IN CORPORATE PERFORMANCE

In the article the analysis of influence of financial capital structure on results of activity of companies in the field of heavy machine building using traditional methods of accounting and financial approach. Studied the influence of financial capital structure on the value of such financial measures: the effect of financial leverage, earnings per share, net income, return on equity, as well as the nature of the existing dependencies.

Analysis of the impact of financial capital structure, the indirect index of weighted average cost of capital to the market capitalization of the companies did not show a clear dependence, it is in particular due to the fact that the market capitalization of the companies does not necessarily reflect a reasonable market value. The conclusion that, despite some significance of the results, the traditional methods do not allow to determine the importance of effective financial capital structure, so analysis techniques require additions financial model to improve the ratio of debt and equity financing and build a policy allowing for the specific company .

Keywords: capital structure, equity, loan capital, heavy machinery, debt burden, the effect of financial leverage, earnings per share, return on equity.

Постановка проблеми. Фінансова структура капіталу є важливим стратегічним параметром та інструментом обґрунтування управлінських рішень, спрямованих на забезпечення необхідного рівня прибутковості, фінансової стійкості і максимізації вартості компаній.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблемам аналізу структури капіталу підприємств присвячено багато наукових праць як зарубіжних, так і вітчизняних вчених. У працях Дж.К. Шима[9], Дж.Г. Сигела, О.О. Терещенка, В.В. Ковальова[4] рекомендовано в якості мети оптимізації структури капіталу обирати максимізацію вартості підприємства. Вчені Є.Ф. Брігхем[3], Е. Нікбахт[6], О.С. Стоянова[8], М.Н. Крейніна[5] основною метою оптимізації капіталу підприємства вважають максимізацію ціни його акцій. Вітчизняні вчені І.В. Бланк[2], О.В. Павловська[7], Н.М. Притуляк найважливішою метою оптимізації вважають максимізацію ринкової вартості підприємства.

Невирішені раніше частин загальної проблеми. Незважаючи на теоретичну і практичну значущість проблеми фінансової структури капіталу та інтенсифікацію пошуку методик, адекватних новим завданням, в економічній літературі досі відсутні концептуальні і прикладні розробки, що відбивають вплив фінансової структури капіталу на результати діяльності компанії з позицій вартісного підходу. Вказані обставини вимагають поглиблення теоретичних досліджень і обґрунтування ефективних методичних підходів, що дозволяють забезпечити аналіз фінансової структури капіталу в системі управління вартістю компанії.

Метою статті є аналіз впливу фінансової структури капіталу на результати діяльності компаній галузі важкого машинобудування і встановлення характеру сформованих залежностей.

Виклад основного матеріалу дослідження. Насамперед, проаналізуємо, користуючись традиційним методом, вплив фактичної фінансової структури капіталу на величини таких фінансових показників, як ефект фінансового левериджу, прибуток на акцію, чистий прибуток, рентабельність власного капіталу.

Як відомо, фінансовий леверидж характеризує потенційну здатність впливати на прибуток підприємства та рентабельність власного капіталу шляхом зміни обсягу і структури позикових і власних коштів. Ефект фінансового левериджу визначають різними способами. Найбільш поширеними є американська (оцінка ефекту фінансового левериджу виробляється через співвідношення темпів зміни прибутку до вирахування відсотків, податків і чистого прибутку) та європейська моделі (через співвідношення позикового і власного капіталу з урахуванням різниці між рентабельністю активів і середньої ставки за позиковими коштами).

У першому випадку ефект фінансового левериджу (DFL) розраховується за формулою:

$$DFL = (\Delta EPS / EPS) / (\Delta EBIT / EBIT) \quad (1)$$

де $\Delta EPS / EPS$ - темп приросту чистого прибутку, %;

$\Delta EBIT / EBIT$ - темп приросту прибутку до вирахування відсотків податків, %.

Наведена формула може бути перетворена в більш зручний для обчислень вигляд:

$$DFL = EBIT / (EBIT - I_n - D_p) \quad (2)$$

I_n – відсотки по кредитах та позикам,

D_p – дивіденди за привілейованими акціями.

Нижньою межею даного показника є одиниця, чим більшим є відносний обсяг боргу компанії і, відповідно, більше виплачена по ньому сума відсотків, тим за інших рівних умов вище ефект фінансового левериджу. Розрахуємо ефект фінансового левериджу за американською моделлю для досліджуваних компаній важкого машинобудування, використовуючи формулу 2 (табл. 1).

Таблиця 1

Ефект фінансового левериджу підприємств важкого машинобудування за період з 2007 по 2010 роки (американська модель), % (складено автором за даними [1, 20.11.13])

Показники	2007	2008	2009	2010
ПАТ "Мотор січ"				
Прибуток до виплати відсотків та податків EBIT, тис. грн.	304056,00	258253,00	1104992,00	1588398,0
Відсотки до сплати, тис. грн.	34817,64	41775,54	52506,97	29939,26
Дивіденди по привілейованим акціям, тис. грн.	0,00	0,00	0,00	0,00
Ефект фінансового левериджу DFL, %	112,93	119,30	104,99	101,92

ПАТ "Крюковський вагонобудівний завод"				
Прибуток до виплати відсотків та податків ЕВІТ, грн.	287109,40	565753,00	108925,00	540985,00
Відсотки до сплати, грн.	2038,34	5289,10	4560,00	3123,75
Дивіденди по привілейованим акціям, тис. грн.	0,00	0,00	0,00	0,00
Ефект фінансового лівереджу DFL, %	100,72	100,94	104,37	100,58
ПАТ "Стахановський вагонобудівний завод"				
Прибуток до виплати відсотків та податків ЕВІТ, тис. грн.	66224,80	131667,00	22018,00	268486,00
Відсотки до сплати, тис. грн.	22207,56	40274,91	37271,15	33898,27
Дивіденди по привілейованим акціям, тис. грн.	0,00	0,00	0,00	0,00
Ефект фінансового лівереджу DFL, %	150,45	144,07	-144,35	114,45

Як показують результати розрахунку, ефект фінансового левиреджу у ПАТ «Крюковський вагонобудівний завод» у досліджуваній період становить близько 101%. Відхилення показника по рокам незначні, що пояснюється наступними факторами: низький рівень боргу і, відповідно, процентних виплат, невисокі значення показника дивідендних виплат за привілейованими акціями, пряма залежність змін останнього від змін величини прибутку до виплати податків і відсотків.

Ефект фінансового левиреджу у ПАТ «Мотор січ» за період з 2007 по 2010 роки змінювався непослідовно. Підвищення пов'язане зі зростанням частки величини позикового капіталу в загальній величині капіталу, підвищенням процентних виплат при відносно низькій питомій вазі і незначних відхиленнях величини дивідендів за привілейованими акціями. А тенденція зниження обумовлена поступовим скороченням боргового навантаження і процентних виплат при низькій питомій вазі дивідендних виплат за привілейованими акціями. У ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод» ефект фінансового левиреджу у розглянутий період поступово знижувався з 2007 по 2009 роки та різко зріс у 2010. Таке зниження пов'язане з кризовими явищами в 2008-2009 роках та різким зниженням прибутку в досліджувані роки.

Просторові співставлення ефектів фінансового левиреджу в даному випадку неможливі, оскільки базова величина прибутку до виплат податків і відсотків досліджуваних компаній галузі важкого машинобудування не однакова. Слід зазначити, що чим вище значення ефекту фінансового левиреджу, тим більш нелінійний характер має залежність між чистим прибутком і прибутком до виплати відсотків і податків. Так, для двох компаній, що мають однаковий обсяг виробництва, але різний рівень фінансового левиреджу, варіація чистої прибутку, що обумовлена зміною обсягу виробництва, буде більшою у компанії, що має більш високе значення рівня фінансового левиреджу.

Дані таблиці 2 підтверджують, що в компанії ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод», де коефіцієнт фінансового левиреджу має високі значення, певні зміни показників прибутку до виплати відсотків і податків ведуть до більш сильних змін чистого прибутку на акцію. У компанії ПАТ «Мотор січ» та ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» з відносно нижчими коефіцієнтом фінансового левиреджу зазначена залежність виражена слабше.

Так, у ПАТ «Мотор січ» зростання прибутку до виплати відсотків і податків в 2010 році порівняно з 2009 роком на 43,75% призвів до збільшення чистого прибутку на акцію на 68,37%, у той час як у ПАТ "Стахановський вагонобудівний завод" у 2008 в порівнянні з 2007 роком зростання прибутку до виплати відсотків та податків на 98,84% призвело до падіння чистого прибутку на акцію на 54,69%. З ростом відносної частки боргу компанії та рівня фінансового левиреджу компанії зростає також розмах варіації показника рентабельності власного капіталу. Зокрема, різниця між найбільшим і найменшим значенням цього показника в досліджуваному періоді по ПАТ «Мотор січ» становить 33,86, ПАТ «Крюковський вагонобудівний завод» - 34,26, ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод» - 67,18.

Таблиця 2

Характер залежності фінансових показників підприємств галузі важкого машинобудування за період з 2007 по 2010 роки за американською моделлю фінансового левиреджу, % (складено автором за даними [1, 20.11.13])

Показники	2007	2008	2009	2010
ПАТ "Мотор січ"				
Коефіцієнт фінансового левериджу (FL), %	62,88	96,13	65,37	61,95
Прибуток до виплати відсотків та податків (ЕВІТ), млн. грн.	304,06	258,25	1104,99	1588,40
Ефект фінансового левериджу (DFL), %	112,93	119,30	104,99	101,92
Чистий прибуток на одну акцію (EPS), грн.	110,80	1,94	374,28	630,19
Рентабельність власного капіталу (ROE), %	13,01	0,21	34,07	39,33
ПАТ "Крюковський вагонобудівний завод"				
Коефіцієнт фінансового левериджу (FL), %	24,09	27,53	30,24	37,52
Прибуток до виплати відсотків та податків (ЕВІТ), тис. грн.	287,11	565,75	108,93	540,99
Ефект фінансового левериджу (DFL), %	100,72	100,94	104,37	100,58
Чистий прибуток на одну акцію (EPS), грн.	1,74	3,49	0,62	2,60
Рентабельність власного капіталу (ROE), %	28,53	40,24	5,98	22,09
ПАТ "Стахановський вагонобудівний завод"				
Коефіцієнт фінансового левериджу (FL), %	445,10	290,52	244,00	306,89
Прибуток до виплати відсотків та податків (ЕВІТ), тис. грн.	66,22	131,67	22,02	268,49
Ефект фінансового левериджу (DFL), %	150,45	144,07	-144,35	114,45
Чистий прибуток на одну акцію (EPS), грн.	3,96	2,56	-0,39	1,15
Рентабельність власного капіталу (ROE), %	42,21	42,49	-16,73	50,45

Виходячи з наведених даних, можна припустити, що за умовою чистого прибутку на акцію для ПАТ «Крюковський вагонобудівний завод» більш сприятливою була фінансова структура капіталу в 2010 році. Проте, незважаючи на високе значення показника чистого прибутку, інший критерійний показник – рентабельність власного капіталу – в 2010 р. нижче, ніж у 2008 році, що може свідчити про неоптимальність структури капіталу компанії. Критерії чистої прибутку на акцію і рентабельності власного капіталу дають суперечливі результати при тому, що тенденції зміни відносного боргу в цих компаніях є протилежно спрямованими. Для ВАТ «Мотор січ», як і ВАТ «Стахановський вагонобудівний завод» кращі значення показників «чистий прибуток на акцію» і «рентабельність власного капіталу» припадають на 2010 рік. Зазначимо, що саме в цьому році мав місце найменший рівень боргового навантаження компанії за весь досліджуваний період.

Розглянемо вплив фактичної фінансової структури капіталу на результати діяльності компаній з використанням європейської моделі фінансового левериджу. Згідно з логікою даної моделі при однаковій економічній рентабельності активів рентабельність власного капіталу істотно залежить від структури фінансових джерел. Ефект фінансового важеля вимірюється додатковою рентабельністю власного капіталу, отриманого за рахунок використання позикових джерел, в порівнянні з рентабельністю капіталу, профінансованого тільки власними засобами:

$$ROE = ROA + DFL, \quad (3)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу;

ROA – економічна рентабельність активів;

DFL – ефект фінансового левериджу.

$$DFL = (1 - T_s) \cdot (ROA - r) \cdot \frac{D}{E} \quad (4)$$

де (ROA-r) – диференціал фінансового лівереджу – різниця між економічною рентабельністю активів та середньою розрахунковою ставкою відсотку по позикових коштах;

D/E – плече фінансового лівереджу – співвідношення між позиковими та власними коштами;

(1 - T_s) - податковий коректор;

T_s – ставка податку на прибуток.

Сила фінансового левериджу залежить від умов кредитування, наявності пільг при оподаткуванні кредитів та порядку сплати відсотків за кредитами. Податковий коректор – вираз (1 - T_s) у формулі (4) – показує, якою мірою проявляється ефект фінансового левериджу внаслідок

різного рівня оподаткування. Він діє тим ефективніше, чим більше витрат за використання позикового капіталу включено в витрати, що формують оподатковуваний прибуток.

Диференціал фінансового левериджу (ROA–r) характеризує різниця між економічною рентабельністю і середнім розміром відсотка за використовуваний позикові кошти. Позитивний ефект фінансового левериджу виникає тільки в тому випадку, якщо економічна рентабельність активів вище відсоткової ставки, тобто при позитивному значенні диференціала. Якщо рівень прибутку, генерований активами організації, нижче середньої розрахункової ставки відсотка за використовуваний позиковий капітал, ефект фінансового левериджу є негативним, тобто виступає фактором, що зменшують рентабельність власного капіталу компанії.

Співвідношення позикових і власних коштів (D/E) називають плечем фінансового важеля. Даний показник посилює позитивний або негативний ефект, що виникає в результаті відповідного диференціала, так що при позитивному значенні диференціала будь-яке збільшення зазначеного співвідношення буде вести до ще більшого приросту рентабельності власного капіталу, і, навпаки. При незмінній величині диференціала, коефіцієнт фінансового левериджу виступає основним фактором зміни величини і рівня прибутку, що припадає на власний капітал. Розрахуємо ефект фінансового левериджу за європейською моделлю для досліджуваних компаній в галузі важкого машинобудування (табл. 3).

Таблиця 3

Ефект фінансового левериджу підприємств в галузі важкого машинобудування (європейська модель), у % (складено автором за даними [1, 20.11.13])

Показники	2007	2008	2009	2010
ПАТ "Мотор січ"				
Плече фінансового важеля (D/E)	0,63	0,96	0,65	0,62
Ставка відсотка за кредит (r), %	9,73	13,11	16,54	11,85
Ставка податку на прибуток (T _s)	0,25	0,25	0,25	0,25
Економічна рентабельність, (ROA), %	11,73	14,59	52,49	51,62
Ефект фінансового левериджу (DFL=(1-T _s)*(ROA-r)*D/E), %	0,95	1,07	17,62	18,48
ПАТ "Крюковський вагонобудівний завод"				
Плече фінансового важеля (D/E)	0,24	0,28	0,30	0,37
Ставка відсотка за кредит (r), %	8,17	12,32	19,00	10,50
Ставка податку на прибуток (T _s)	0,25	0,25	0,25	0,25
Економічна рентабельність, (ROA), %	31,69	74,67	13,91	52,41
Ефект фінансового левериджу (DFL=(1-T _s)*(ROA-r)*D/E), %	4,25	12,87	-1,15	11,79
ПАТ "Стахановський вагонобудівний завод"				
Плече фінансового важеля (D/E)	0,45	0,29	0,24	0,31
Ставка відсотка за кредит (r), %	14,63	18	15,50	15,50
Ставка податку на прибуток (T _s)	0,25	0,25	0,25	0,25
Економічна рентабельність, (ROA), %	10,30	23,59	3,31	20,42
Ефект фінансового левериджу (DFL=(1-T _s)*(ROA-r)*D/E), %	-14,44	12,17	-22,31	11,33

Для розрахунку економічної рентабельності активів використана наступна формула:

$$ROA = \frac{EBIT}{\bar{A}} \quad (5)$$

де EBIT – прибуток до виплати податків і відсотків,

\bar{A} – середня величина активів, розрахована по балансах компаній методом середньої хронологічної.

Ставка відсотка за позикового капіталу визначається на основі ставки відсотка за кредит, яка формує основні витрати по його обслуговуванню. У процесі оцінки ця ставка вимагає двох уточнень: вона повинна бути збільшена на розмір інших витрат підприємства, що визначаються умовами кредитної угоди і скоригована з урахуванням ставки податку на прибуток, щоб відобразити реальні витрати підприємства [2].

Звітність компаній, що публікується відображає інформацію про зобов'язання емітента по окремих операціях, пов'язаних із залученням позик і кредитів, тому у нас є можливість розрахувати середньозважену процентну ставку за залученими позиковими засобами. Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, так як ставка податку на прибуток встановлюється законодавчо. Разом з тим в економічній літературі описані ситуації, коли в процесі управління фінансовим левериджем може бути використаний і диференційований податковий коректор, якщо:

- з різних видів діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- за окремими видами діяльності підприємство використовує податкові пільги по прибутку;
- окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність в економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування або у державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку.

У цих ситуаціях, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а, відповідно, і на склад прибутку за рівнем її оподаткування), можна диференціювати податковий коректор, змінивши його вплив на ефект фінансового левериджу.

На нашу думку, диференційований податковий коректор може бути використаний і в інших випадках, зокрема, коли при аналізі звітних даних з'ясовується, що нормативні витрати з податку на прибуток не збігаються з фактичними витратами. На практиці фактичні витрати з податку на прибуток включають не тільки поточний податок на прибуток, але і витрати, що спричинюють його корегування: постійні оподатковувані різниці, постійні податкові активи, доплату поточного податку на прибуток за минулий звітний період. Таким чином, в дійсності ціна позикових коштів для компанії, як правило, менше розрахункової процентної ставки на величину фактичних витрат з податку на прибуток. Відповідно до викладеного підходу для визначення податкового коректора в наших розрахунках використана ефективна ставка податку на прибуток (T_e), що визначається за формулою 6:

$$T_e = V_{пп} / EBT \quad (6)$$

де $V_{пп}$ – витрати з податку на прибуток у відповідному періоді;

EBT – оподатковуваний прибуток у відповідному періоді.

Результати розрахунку, представлені в таблиці 3, емпірично підтверджують наявність чіткої залежності між фінансовою структурою капіталу і ефектом фінансового левериджу, характеризують прирощення (у разі позитивного значення) або вирахування (у разі його негативного значення) рентабельності власного капіталу. При цьому в досліджуваних компаніях через певну специфіку ця залежність виявлялася неоднаково.

У цілому результати аналізу показують, що чим вище значення позитивного диференціала фінансового левериджу, тим за інших рівних умов краще стає боргове фінансування. Виходячи з даних таблиці 3, найбільш сприятлива фінансова структура капіталу була сформована у ПАТ «Мотор січ» у 2010 році, а в ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» і ПАТ «Стахановський вагонобудівний завод» у 2008 році. Разом з тим, слід відзначити що, незважаючи на певну значимість отриманих результатів, використовуваний підхід, як і інші традиційні методи не дозволяє визначити ефективну фінансову структуру капіталу.

Для повноти дослідження розглянемо вплив фінансової структури капіталу на інші параметри діяльності компанії, зокрема, на середньорозрахункову вартість капіталу ($WACC$) та ринкову капіталізацію.

$$WACC = W_e * K_e + W_d * K_d \quad (7),$$

де W_e – доля власного капіталу у складі загальної суми капіталу, %

W_d – доля позикового капіталу у складі загальної суми капіталу, %

K_e – вартість власного капіталу, %

K_d – вартість позикового капіталу, %

При визначенні вартості власних засобів виходять з того, що витрати по їх обслуговуванню у значній мірі зв'язані з необхідністю виплат дивідендів акціонерам по звичайним та привілейованим акціям. Вартість власного капіталу розраховують різними методами: на основі моделі Гордона, моделі дохідності прибутку на акцію, моделі CAPM та інші. В наших розрахунках для оцінки фактичної структури капіталу застосована методика І.А. Бланка згідно з якою «вартість функціонуючого власного капіталу має надійний базис розрахунку у вигляді звітних даних підприємства». Вартість функціонуючого власного капіталу підприємства в звітному періоді (K_e) визначається за формулою:

$$K_{e_0} = NP_0 / ((E_{k_0} + E_{n_0}) / 2) \quad (8)$$

де NP_0 - сума чистої прибутку, виплачена власникам компанії в процесі її розподілу за звітний період;

E_0 - вартість функціонуючого власного капіталу про компанії в звітному періоді, %.

Розрахунок вартості власного капіталу компаній у галузі важкого машинобудування представлено в таблиці 4.

Таблиця 4

Розрахунок вартості власного капіталу підприємств галузі важкого машинобудування за період з 2007 по 2010 роки (складено автором за даними [1, 20.11.13])

Показники	2007	2008	2009	2010
ПАТ "Мотор січ"				
Сума чистого прибутку, виплаченого акціонерам (220-225) NP, грн.	207126,00	3843,00	741229,00	1248028,00
Середня сума власного капіталу $(E_{k_0} + E_{n_0}) / 2$, грн.	1592577,50	1797240,50	2175409,50	3172994,50
Вартість власного капіталу K_{e_0} , %	13,01	0,21	34,07	39,33
ПАТ "Крюківський вагонобудівний завод"				
Сума чистого прибутку, виплаченого акціонерам (220-225) NP, грн.	199935,20	399994,00	71465,00	298624,00
Середня сума власного капіталу $(E_{k_0} + E_{n_0}) / 2$, грн.	700732,35	994005,60	1195342,00	1351818,00
Вартість власного капіталу K_{e_0} , %	28,53	40,24	5,98	22,09
ПАТ "Стахановський вагонобудівний завод"				
Сума чистого прибутку, виплаченого акціонерам (220-225) NP, грн.	49776,20	95162,00	-56304,00	260667,00
Середня сума власного капіталу $(E_{k_0} + E_{n_0}) / 2$, грн.	117937,80	223965,00	336456,00	516639,00
Вартість власного капіталу K_{e_0} , %	42,21	42,49	-16,73	50,45

Вартість позикового капіталу прийнята рівною розрахунковою ставкою відсотка по кредитах і позиках, скоригованої з урахуванням ефективної ставки податку на прибуток. Вартість інших довгострокових і короткострокових позикових коштів при визначенні середньозваженої вартості капіталу врахована за нульовою ставкою, тому що являє собою безкоштовне фінансування компанії за рахунок цих видів позикового капіталу. На основі даних розрахунків можна наочно представити залежність коефіцієнта фінансового левериджу і середньозваженої вартості капіталу підприємств важкого машинобудування (рис. 1).



Рис. 1. Коефіцієнт фінансового левереджу та вартість капіталу підприємств галузі важкого машинобудування (складено автором за даними [1, 20.11.13])

Як впливає з наведених даних, динаміка вартості капіталу і ринкової капіталізації знаходиться в певній залежності. Найбільш виразно ця залежність простежується на прикладі ПАТ «Мотор січ»: зниження темпів зростання WACC супроводжується зростанням ринкової капіталізації (2008 р.), а їх підвищення – зниженням капіталізації (2009 р.). Приклад інших підприємств демонструє менш виражену залежність динаміки досліджуваних показників: темпи зміни WACC або стримують, або стимулюють підвищення ринкової капіталізації компаній. Це, зокрема, свідчить про те, що сама по собі мінімізація середньозваженої вартості капіталу не може бути критерієм оптимальності його структури.

Результати досліджень. У роботі проведено аналіз впливу фінансової структури капіталу на результати діяльності компаній галузі важкого машинобудування із застосуванням традиційних методів бухгалтерського і фінансового підходу. Емпірично підтверджено, що чим вище значення

ефекту фінансового левериджу за американською моделлю, тим більш нелінійний характер має залежність між чистим прибутком і прибутком до виплати відсотків і податків, а також більше розмах варіації показника рентабельності власного капіталу. У компаніях, де тенденції зміни відносного боргу є протилежно спрямованими, критерії чистого прибутку на акцію і рентабельності власного капіталу дають суперечливі результати. Результати аналізу, отримані з використанням європейської моделі фінансового левериджу, показують, що чим вище значення позитивного диференціала фінансового левериджу, тим переважніше, за інших рівних умов, стає боргове фінансування. Аналіз впливу фінансової структури капіталу, опосередкованого показником середньозваженої вартості капіталу, на ринкову капіталізацію компаній, не виявив чіткої залежності; це, зокрема, пояснюється тим, що ринкова капіталізація компаній не завжди відображає обґрунтовану ринкову вартість.

Обґрунтовано висновок про те, що, незважаючи на певну значимість отриманих результатів, традиційні методи в рамках бухгалтерського та фінансового підходів не дозволяють визначити значення ефективної фінансової структури капіталу, тому методики аналізу потребують доповнень фінансовими моделями, що дозволяють удосконалити співвідношення позикового і власного капіталів і вибудувати політику фінансування з урахуванням особливостей конкретної компанії.

Література

1. Агенство з розвитку інфраструктури фондового ринку. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua/>
 2. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2010. – 512 с. – (Серия «Библиотека финансового менеджера»; Вып. 4).
 3. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту / Є. Ф. Брігхем [пер. з англ.] – К.: Молодь, 2007, –1000 с.
 4. Ковальов В.В. Фінансовий аналіз: методи та процедури. – М. Фінанси та статистика : 2002. – 560 с.
 5. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент : учебное пособие / М. Н. Крейнина. – М. : Изд-во «Депо и Сервис», 2008. – 304 с.
 6. Нікбахт Е. Фінанси / Е. Нікбахт, А. Гроппеллі. – К.:ВІК – Глобус, 2002.–382с.
 7. Павловська О. В. Фінансовий аналіз: навч.-метод. посібник для самостійного вивчення дисциплін/ О. В. Павловська, Н. М. Притуляк. – К.: КНЕУ, 2007. – 388 с.
 8. Стоянова Е.С. Финансовый менеджмент: теория и практика. – [5-е изд., перераб. и доп.]. – М.: Перспектива, 2008. – 566 с.
 9. Шим Дж. К. Финансовый менеджмент / Дж. К. Шим, Дж. Г. Сигел; [пер. с англ., издание 2-е]. – М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. – 400 с.
-
1. Агенство з розвитку інфраструктури фондового ринку. – Електронний ресурс. – Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua/>
 2. Blank Y. A. Upravlenye formirovanyem kapytala / Y. A. Blank. – K. : Nyka-Tsentr, 2010. – 512 s. – (Seryya «Byblyoteka fynansovoho menedzhera»; Выр. 4).
 3. Brihkhem Ye. F. Osnovy finansovoho menedzhmentu / Ye. F. Brihkhem [per. z anhl.] – K.: Molod', 2007, –1000 s.
 4. Koval'ov V.V. Finansovyuy analiz: metody ta protsedury. – M. Finansy ta statystyka: 2002. – 560 s.
 5. Kreynyna M. N. Fynansovyuy menedzhment : uchebnoe posobyе / M. N. Kreynyna. – M.: Yzd-vo «Depo y Servys», 2008. – 304 s.
 6. Nikbakht E. Finansy / E. Nikbakht, A. Hroppelli. – K.:VİK – Hlobus, 2002.–382s.
 7. Pavlovs'ka O. V. Finansovyuy analiz: navch.-metod. posibnyk dlya samostiynoho vyvchennya dystsyplyn/ O. V. Pavlovs'ka, N. M. Prytulyak. – K.: KNEU, 2007. – 388 s.
 8. Stoyanova E.S. Fynansovyuy menedzhment: teoryya y praktyka. – [5-e yzd., pererab. y dop.]. – M.: Perspektyva, 2008. – 566 s.
 9. Shym Dzh. K. Fynansovyuy menedzhment / Dzh. K. Shym, Dzh. H. Syhel; [per. s anhl., yzdanye 2-e]. – M. : Ynformatsyonno-yzdatel'skyuy dom «Fylyn'», 1997. – 400 s.

Рецензент Кубліков В.К., д.е.н., професор, завідувач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку Одеського національного економічного університету.

10.02.2014