

# Структура капіталу підприємства та його вартість: питання визначення оптимальних співвідношень\*

У статті розглянуті питання взаємовпливу структури капіталу підприємства та його вартості. Також досліджені можливості формування оптимальних співвідношень різних видів капіталу, що є важливим елементом позикової політики підприємства та відноситься до вартісно-утворюючих факторів, які сприяють нарощуванню або зменшенню величини вартості суб'єкта господарювання.

**Ключові слова:** фінансовий леверидж, власний та позиковий капітал, ставка оподаткування, податковий щит, фінансова незалежність, систематичний ризик, очікувана доходність.

В статье рассмотрены вопросы взаимовлияния структуры капитала предприятия и его стоимости. Также исследованы возможности формирования оптимальных соотношений различных видов капитала, что является важным элементом политики займа предприятия и относится к стоимостно-образующим факторам, которые могут способствовать наращиванию или уменьшению величины стоимости всего предприятия.

**Ключевые слова:** финансовый леверидж, собственный и заемный капитал, ставка налогообложения, налоговый щит, финансовая независимость, систематический риск, ожидаемая доходность.

The article deals with the questions of interaction of capital structure of the enterprise and its value. Also the possibility of creating the optimal ratios of different types of capital is explored, as it is an important element of company's lending policy and applies to value-creating factors that contribute much to the build-up or reduction of the value of the enterprise.

**Keywords:** financial leverage, equity and debt capital, tax rate, tax shield, financial independence, systematic risk, the expected rate of return.

**Постановка проблеми.** Комплексність показника вартості підприємства полягає в тому, що він оцінює стан такого суб'єкта господарювання з огляду на його економічну ефективність, яка виходить з аналізу операційно-господарської, фінансової, інвестиційної та інших видів діяльності. Залежно від методу, що використовується при визначенні вартості підприємства, отриманий результат дає змогу судити не лише про його поточний економічний стан, а й про перспективи подальшого розвитку та економічного зростання підприємства. Процес визначення вартості підприємства є достатньо складним та трудомістким, що пов'язано з необхідністю проведення комплексного аналізу фінан-

сово-економічного стану підприємства та операційно-господарської діяльності, оцінки інвестиційних планів та управлінського бачення на розвиток підприємства. При цьому досить вагомий вплив на вартість підприємства серед зазначених факторів має саме фінансово-економічна складова його діяльності, на основі якої визначається низка показників економічної ефективності, оцінюється рентабельність різних видів діяльності, фінансова незалежність підприємства, ефективність його боргової політики тощо. Серед даних факторів впливу структура капіталу підприємства (в частині позикового та власного) є досить важливим показником, який справляє безпосередній вплив не лише на фінансовий стан та безпеку бізнесу, а й на його дивідендну політику, стратегію та перспективи подальшого зростання, можливості до простого та розширеного відтворення, що, своєю чергою, втілюється у вартості такого підприємства та його інвестиційній привабливості.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Як серед вітчизняних, так і серед зарубіжних науковців особливої гостроти набували питання визначення так званої оптимальної структури капіталу для підприємств різних профільних спрямувань. Крім того, важливими та малодослідженими залишаються питання взаємовпливу структури капіталу та вартості окремих його елементів на показник вартості всього підприємства. Серед науковців-дослідників даної проблематики найбільш відомими є В.Г. Андрійчук [1], А. Дамодаран [2], Т. Огієр [5], П. Фернандез [6], П. Шеннон [7] та інші.

**Мета статті.** Проаналізувати переваги та недоліки залучення капіталу із різних джерел, виявити можливості підприємств до формування оптимальних співвідношень власного акціонерного та позикового капіталу в загальній його структурі і на основі відповідних математичних узагальнень визначити вплив структури капіталу на його вартість.

**Виклад основного матеріалу.** В сучасних ринкових умовах ефективно функціонування підприємства не обходиться без того, щоб використовувати різні джерела поповнення свого акціонерного капіталу з метою розширення власних можливостей до господарювання, диверсифікації фінансово-інвестиційного портфелю, що супроводжується постійним пошуком альтернативних джерел фінансування, які були б менш ризикованими та вимагали б меншої доходності для своїх інвесторів.

\* «Оптимальний» за тлумачним словником визначений як найбільш сприятливий, найкращий для чогось, той, що найбільше відповідає чомусь.

Структура капіталу являє собою певне співвідношення різних видів капіталу, що сформовані за рахунок залучення коштів із різних джерел – позиковий (насамперед банківські коротко– та довгострокові кредити під певну процентну ставку із вимогою повернення у визначений час, облігаційні позики тощо) та власний акціонерний капітал, що сформований за рахунок статутних та пайових внесків, частини реінвестованого прибутку, додаткових емісій та ін. В умовах відкритості фінансових ринків (насамперед зарубіжних), значних можливостей до виходу на світові фондові майданчики та налагодження співпраці з потенційними іноземними та вітчизняними інвесторами, високої зацікавленості банківського сектору в наданні послуг кредитування створюються широкі можливості для залучення капіталу з різних альтернативних джерел. У даних умовах головним постає питання визначення оптимальної структури капіталу підприємства, що є досить індивідуальним завданням для кожної організації та пов'язано із проведенням ретельного фінансового аналізу. Показник структури капіталу підприємства містить у собі відповіді на питання щодо рівня його фінансової стійкості та незалежності, ймовірності банкрутства, а також створює діапазон затребуваної інвесторами доходності.

Крім того, від структури капіталу та вартості його складових залежить вартість самого підприємства, що виходить із тих методик, що застосовуються при оцінці його вартості. Таким чином, зазначимо високу значущість визначення «оптимальної» структури капіталу, яке хоч і є переважно практичним та індивідуальним завданням для кожного підприємства, але, тим не менш, знайшло втілення в теоретичних концепціях деяких дослідників. Такими теоріями структури капіталу є:

– *теорія Модильяні – Міллера* (1958), автори якої стверджують, що вартість капіталу, а відповідно і вартість всього бізнесу, не залежить від рівня його фінансового левериджу (структури капіталу), а все, що важливо, – це поведінка інвесторів в умовах ідеального ринку та очікувані грошові потоки, що генеруються підприємством, на основі яких визначається його вартість. І оскільки, як зауважують автори теорії, в умовах ринку всі інвестори мають однаковий доступ до різних джерел фінансових ресурсів, це дозволяє їм в «ручному» режимі підтримувати стабільність структури капіталу;

– *теорія компромісу*, відповідно до якої створення оптимальної структури капіталу є одним із завдань ефективного операційного функціонування підприємства, а тому ведеться постійний моніторинг переваг та загроз, що можуть виникати в результаті залучення додаткових позикових ресурсів або розширення бази власного акціонерного капіталу. В рамках даної теорії визначаються різні рівні фінансового левериджу та можливі ризики від такої структури капіталу (наприклад, порівнюється рівень ймовірного банкрутства в умовах високого фінансового левериджу з тим податковим щитом, що створюється в умовах зростання частки боргового капіталу в загальній його структурі). Таким чином, на основі отриманих результатів приймається компромісне рішення щодо най-

більш прийнятної фінансової поведінки підприємства, при цьому до уваги береться подальша стратегія бізнесу;

– *теорія ієрархії* (pecking order theory, Myers, 1984), яка, на нашу думку, в сучасних умовах себе вичерпала, адже відстоює позицію «єдиного джерела залучення» ресурсів – внутрішніми силами підприємства та його власників, що обмежує інвестиційні можливості бізнесу та не створює переваг від залучення ресурсів із різних альтернативних джерел фінансування;

– *теорія «ринкових термінів»* (market timing theory, Baker, Wurgler, 2002), відповідно до якої підприємство, працюючи в певному часовому інтервалі та маючи життєвий цикл, неодмінно стикається зі «злетами та падіннями», що позначається і на його загальній ефективності та на тих рішеннях, які приймаються (в тому числі і з приводу структури його капіталу, змушуючи, наприклад, проводити додаткові емісії в умовах, якщо акції компанії переоцінені і навпаки). Таким чином, підприємство саме для себе визначає рівень допустимого фінансового левериджу на кожний відрізок свого операційного функціонування, зважаючи на поведінку ринку, власне фінансове здоров'я та можливості.

Логічний аналіз розглянутих теоретичних концепцій дає підстави для висновку, що структура капіталу та вартість підприємства знаходяться в певному взаємообумовленому зв'язку, характер якого можемо виразити традиційним правилом – структура капіталу підприємства повинна сприяти максимізації його вартості, використовуючи при цьому переваги та враховуючи ризики залучення як власного акціонерного, так і позикового капіталу.

Правило формування оптимальної структури капіталу має виконуватися через призму вимоги щодо фінансової незалежності підприємства, що виражається через співвідношення власного акціонерного та авансованого капіталу. Необхідно брати до уваги те, що темпи зростання позикового капіталу (у складі коротко– та довгострокових позик, інших залучених коштів) можуть бути вищими за темпи зростання величини власного капіталу у структурі авансованого. Ця обставина, своєю чергою, знижує фінансову автономію підприємства та рейтинги платоспроможності, а також підвищує ризик настання банкрутства. Крім того, зростання величини позикового капіталу призводить до підвищення вимог щодо доходності акціонерів, адже вони вимушено мають справу з вищим ризиком, а тому з часом підприємство стикається з тим, що переваги залучення боргового капіталу (створений податковий щит) не перебивають витрати по виплаті процентів або взагалі унеможливають здійснення таких виплат. З іншого боку, створений податковий щит за рахунок виплачуваних відсотків по залучених кредитних ресурсах створює певні переваги для інвесторів, оскільки сума сплачених відсотків вираховується із загальної величини оподаткованого прибутку. За даних умов сума податкових платежів тим менша, чим більшими будуть виплати по боргах, які в такому разі слугуватимуть щитом від сплачуваних

Таблиця 1. Переваги і недоліки залучення та використання різних видів капіталу\*

Вид капіталу	
власний капітал	позиковий капітал
Джерело формування майна підприємства та частини його сукупних активів, що являють собою ресурси для організації та ведення операційно-господарської діяльності підприємства (залишок коштів після вирахування всіх зобов'язань)	Це частина авансованого капіталу, що отримана із зовнішніх джерел запозичення на умовах строковості, повернення та платності, формує активи підприємства для безперервного ведення діяльності (кошти за вирахуванням власного капіталу)
Переваги	
<ol style="list-style-type: none"> <li>Є запорукою високої фінансової стійкості, ліквідності та незалежності підприємства (зменшується ризик банкрутства).</li> <li>Простота процедури залучення.</li> <li>Відсутність необхідності сплати відсотків за використання.</li> <li>Здатність генерування додаткового прибутку.</li> <li>Підвищується балансова та ринкова вартість бізнесу</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Значні можливості до залучення коштів та вибору фінансового контрагента для розширення масштабів діяльності.</li> <li>Можливість безупинного ведення операційно-господарської діяльності в разі нестачі власних коштів.</li> <li>Можливість створення умов для позитивної кредитної історії бізнесу (за вчасної виплати боргів у повному обсязі).</li> <li>Сплата відсотків є частиною фінансових витрат, що відповідно зменшує базу оподаткування підприємства (податковий щит)</li> </ol>
Недоліки	
<ol style="list-style-type: none"> <li>Існуючі межі до залучення.</li> <li>Складнощі визначення його вартості при оцінці вартості бізнесу</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>Зменшення фінансової стійкості бізнесу та підвищення ризику банкрутства через зростання коефіцієнту заборгованості.</li> <li>Зменшення частки або відсутність власного оборотного капіталу в структурі всього оборотного капіталу.</li> <li>Скорочення рівня інвестиційної привабливості для компаній із значним рівнем позикового капіталу.</li> <li>Залежність від кон'юнктури фінансового ринку.</li> <li>В умовах невчасного та в неповному обсязі погашення кредитних зобов'язань погіршується кредитна історія</li> </ol>

\* Авторська розробка на основі узагальнення різних літературних джерел.

податків підприємством, а отже зростатимуть виплати інвесторам та прибутковість інвестованого капіталу.

Таким чином, у сучасних умовах вартість підприємства стає функцією структури капіталу. При застосуванні, наприклад, методу DCF (метод дисконтованих грошових потоків) або методу APV (метод скоригованої поточної вартості) вартість підприємства стає функцією фінансового левериджу, що впливає із структури його капіталу. За методом DCF вартість підприємства визначається наступним чином:

$$V_{firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + TV,$$

де  $FCFF_t$  – величина вільних грошових потоків у періоді прогнозування –  $t$ , гр. од.;  $WACC$  – середньозважена вартість капіталу, %;  $TV$  – термінальна («постпрогнозна») вартість, гр. од.

Показник середньозваженої вартості капіталу складається з двох елементів – вартості власного і позикового капіталу та їх співвідношення в загальній структурі авансованого капіталу, відображаючи середню очікувану інвесторами дохідність:

$$WACC = Ke * We + Kd * Wd * (1 - t),$$

де  $Ke$  та  $Kd$  – відповідно вартість власного акціонерного (equity) та позикового (debt) капіталу (%);  $We$  та  $Wd$  – частка у структурі акціонерного капіталу, відповідно власного і позикового (%);  $t$  – ставка оподаткування прибутку підприємства<sup>1</sup>, %.

Виходячи з методики розрахунку вартості підприємства (DCF) приходимо до висновку про обернено пропорційну залежність вартості бізнесу, вартості та структури його капі-

талу. Таким чином, мета щодо максимізації вартості підприємства реалізується через нарощування величини його грошових потоків і/або ж через зниження вартості капіталу, що досягається шляхом зменшення процентних ставок по кредитах (є мало ймовірним, бо це є екзогенним фактором, що не залежить від підприємства), пошуку альтернативних джерел залучення ресурсів, зниження ставок дохідності для інвесторів (за збільшення фінансового левериджу та в умовах вищого ризику інвестори вимагають більшої дохідності, і навпаки) та ін. У цілому функція оптимальної структури капіталу – це максимізація вартості підприємства через мінімізацію вартості його капіталу, що відображено на рис. 1.

У методику розрахунку вартості власного акціонерного капіталу (CAPM – модель оцінки вартості капітальних інвестицій) закладений коефіцієнт  $\beta$ . Він вимірює рівень систематичного ризику, з яким стикається підприємство, і водночас враховує фінансовий ризик. Останній пов'язаний з тим, що частково фінансування бізнесу відбувається за рахунок боргового капіталу, а платежі по обслуговуванню боргу не залежать від грошових потоків бізнесу.

$$CARM = Rf + \beta e * (Rm - Rf),$$

де  $Rf$  – безризикова ставка дохідності (%);  $\beta e$  – коефіцієнт систематичного ризику;  $(Rm - Rf)$  – премія за ризик фондового ринку, %;  $Rm$  – очікувана дохідність цінних паперів компанії, %.

<sup>1</sup> Врахування ставки оподаткування у формулі розрахунку WACC потрібно для того, щоб нівелювати ефект податкового щиту для підприємства, тобто в результаті отримується величина вартості боргових зобов'язань, що відповідає їх вартості після виплати податків

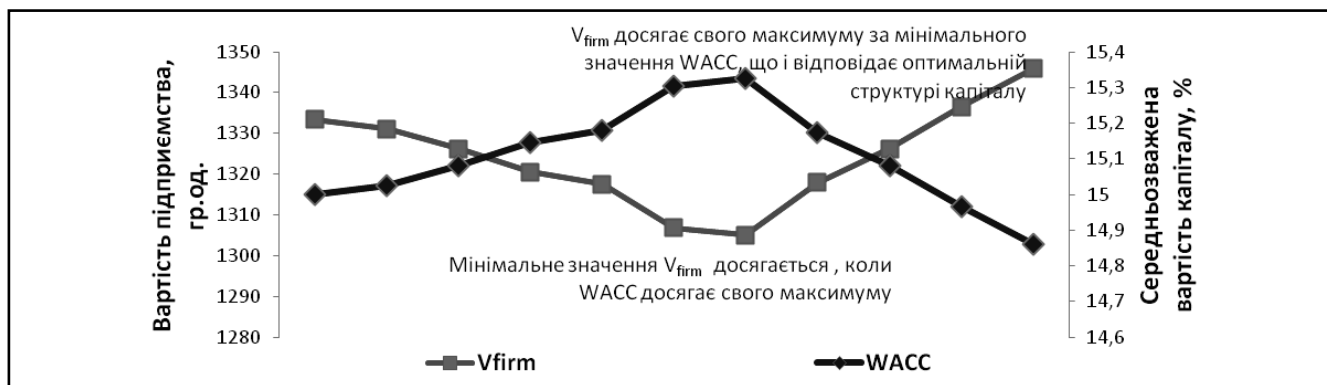


Рисунок 1. Модель формування оптимальної структури капіталу підприємства\*

\* Модель побудована на основі даних, які реально можуть описувати ситуацію та входять у розрахунок відповідних показників середньозваженої вартості капіталу та вартості підприємства за методом DCF.

Дія систематичного ризику на компанію посилюється в міру залучення все більшої кількості боргового капіталу, що зумовлює значні відхилення коефіцієнта  $\beta$  компанії від середнього по ринку його значення. Для того щоб врахувати дію фінансового ризику у вартості акціонерного капіталу, в практиці корпоративної оцінки використовується значення бета-акції ( $\beta_e$ ) та бета-активу ( $\beta_a$ ).

$$\beta_a = \beta_e / (1 + D/E),$$

де  $\beta_a$  – коефіцієнт бета-активу (без фінансового левериджу);  $\beta_e$  – коефіцієнт бета-акції (з урахуванням фінансо-

вого левериджу);  $D$  – величина боргового капіталу, грн. од.;  $E$  – величина власного капіталу, грн. од.

Так, зростання величини боргового капіталу в структурі спричинить зростання коефіцієнту систематичного ризику (бета по акціях підприємства) –  $\beta_e$ , що входить в алгоритм розрахунку вартості власного акціонерного капіталу за формулою CAPM. Збільшення значення вартості власного акціонерного капіталу, як результату зростання фінансового ризику для акціонерів, спричинить підвищення середньозваженої вартості капіталу – WACC, що в свою чергу за однакових інших умов вплине на зменшення вартості підприємства (DCF-модель).

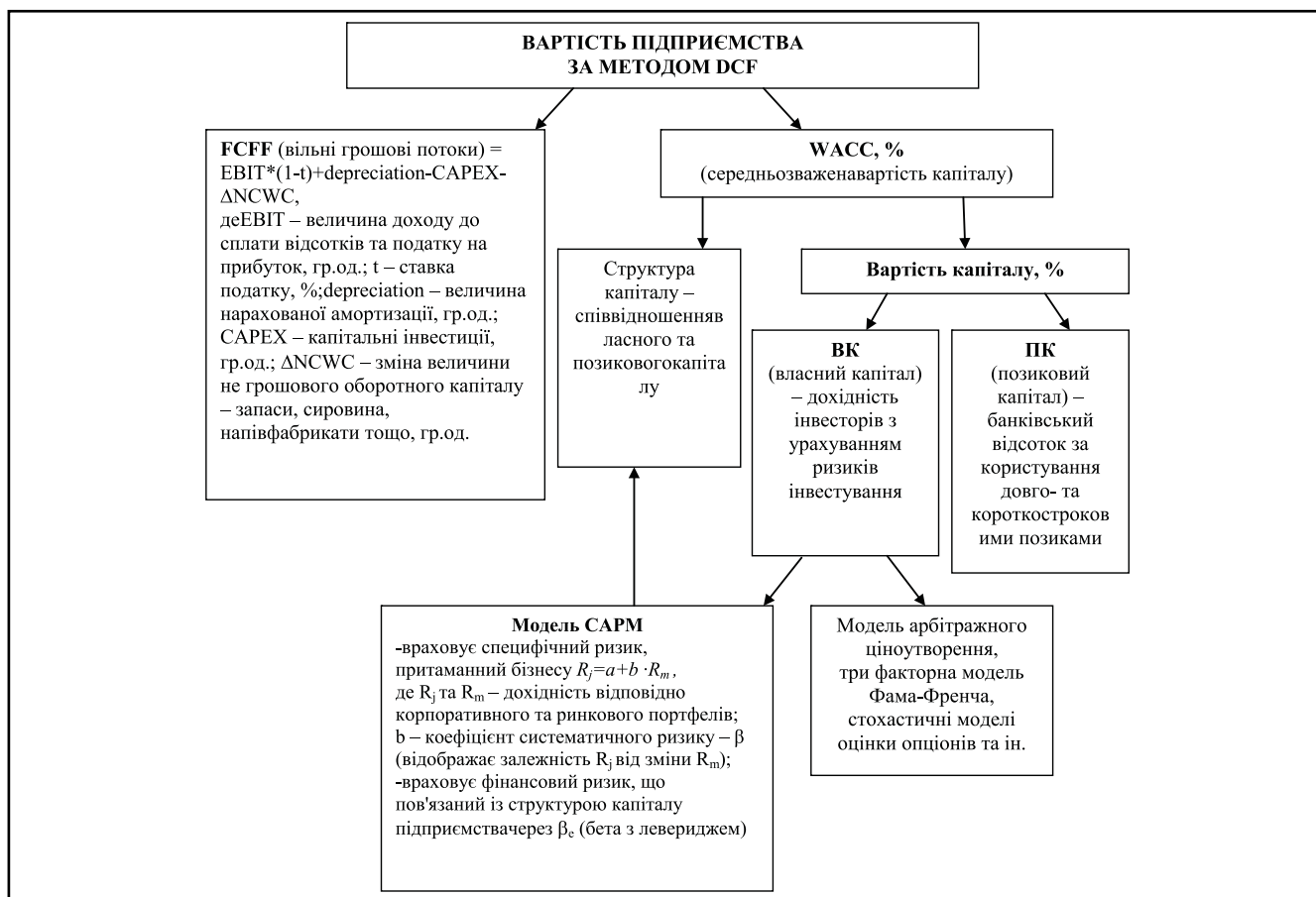


Рисунок 2. Концепція взаємозв'язку вартості підприємства, структури капіталу та його вартості\*

\* Авторська розробка.

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Вартість підприємства, будучи інтегральним показником<sup>2</sup> його ефективності, залежить від багатьох факторів, вплив яких не завжди можна однозначно оцінити. Так, наприклад, висока ефективність господарської діяльності, нарощування до певної міри обсягів виробництва, зростання торговельних оборотів сприятимуть збільшенню грошових потоків від операційної діяльності. Так само інвестиційна діяльність підприємства, спрямована на залучення додаткових інвестиційних ресурсів на потреби розширеного відтворення, впровадження проектів виробництва, інноваційних технологій та ін. також у довгостроковій перспективі сприятиме зростанню вартості підприємства. Фінансова діяльність також виступає одним з факторів впливу на вартість підприємства, але за деякими з її елементів вплив оцінити досить непросто, як наприклад із позиковою політикою та визначенням оптимальних співвідношень різних видів капіталу в загальній структурі, що вплине на вартість підприємства через вартість його капіталу. В будь-якому разі це потребує фундаментального фінансового аналізу діяльності підприємства та його фінансової стратегії в контексті нарощування його вартості, як основної вимоги всіх його стейкхолдерів.

Так, у табл. 2 ми спробували врахувати фінансовий ризик, пов'язаний із структурними змінами у капіталі, через визначення бета-активу та бета-акції включенням їх у розрахунок вартості власного акціонерного капіталу за моделлю CAPM та середньозваженої вартості за методикою WACC.

У результаті розрахунків отримали підтвердження тези про те, що зростання частки боргу у структурі капіталу підприємства (включення фінансового ризику в розрахунок через  $e$ ) підвищує середньозважену вартість всього капіталу, насамперед за рахунок зростання вартості власного акціонерного. Так, за сталих усіх інших умов вартість підприємства, якщо розраховувати її за методом DCF, буде біль-

шою в разі нижчої ставки дисконтування, яка приймається на рівні WACC (без врахування леввериджу), і навпаки.

Тим не менш не можна бути однозначними у висновках щодо того, якою повинна бути оптимальна структура капіталу підприємства та взагалі до критеріїв такої «оптимальності» для кожного окремого підприємства. Категоричність з приводу залучення боргового капіталу має виникати в разі, коли це явно загрожує фінансовій безпеці підприємства та може стати причиною не просто фінансових складнощів, але й можливого банкрутства. Не варто переоцінювати і таке джерело як власний акціонерний капітал, адже воно також може містити свої ризики (завищені вимоги акціонерів щодо дохідності, ненадійність інвесторів тощо). Але в будь-якому разі метою впровадженої позикової політики та формування оптимальної структури капіталу підприємства повинно бути забезпечення його високої фінансової стійкості та незалежності, маневреності та достатнього рівня платоспроможності, що стоїть на засадах формування високої конкурентної здатності бізнесу, підвищення його економічного потенціалу, створення позитивного інвестиційного клімату навколо підприємства та нарощування його вартості. Оптимальна структура капіталу є лише одним із елементів виконання поставлених завдань, і відноситься до розряду індивідуальних для кожного окремого підприємства, що залежить від галузевої приналежності бізнесу, життєвого циклу, стратегічних завдань та різного роду управлінських рішень щодо розвитку підприємства.

На практиці визначити оптимальну структуру капіталу для підприємства можна із застосуванням двох стандартних методів, а саме порівняльного бенчмаркінгу та фундаментального аналізу, пов'язаного із побудовою фінансових моделей.

<sup>2</sup> Така думка висловлюється в економічній науковій літературі деякими вітчизняними та зарубіжними дослідниками.

Таблиця 2. Вплив фінансового ризику на вартість капіталу підприємства\*

Показники	Холдинг		
	«Кернел»	«Овостар»	«Астарта»
Активи, \$ тис.	2 119032	119798	653820
Відношення позикового капіталу до власного (debt/equityratio), %	75,0	10,8	90,5
Частка власного позикового капіталу в авансованому (коефіцієнт фінансової незалежності), %	57,1	90,2	52,5
Частка позикового капіталу, %	42,9	9,8	47,5
EPS (прибуток на акцію), \$	2,6	3,9	2,33
Остання ціна продажу (закриття), \$	20,4	27,3	17,4
Очікувана інвесторами дохідність, %	12,8	14,4	13,4
$\beta_e$ (з леввериджом)	1,03	0,57	1,22
$\beta_a$ (без леввериджу)	0,59	0,52	0,64
CAPMe	21,9	20,4	23,7
CAPMa	19,6	20,0	20,3
WACCe	22,4	20,7	23,4
WACCa	21,1	20,3	21,6

\* При розрахунку вартості власного акціонерного капіталу у CAPM модель включався ще й ризик країни за рейтингами агентства Moody's станом на січень 2013 року. За вартість позикового капіталу була прийнята середня ставка кредитування підприємств агропромислового сектору за 2012 рік (на рівні 21–23%). Фінансова інформація по холдингах була отримана із консолідованих звітів за 2012 рік, що знаходяться у відкритому доступі на сайтах компаній (дані щодо активів, структури капіталу, прибутків на акцію). Дані щодо очікуваної інвесторами дохідності були отримані із співвідношення EPSta ціни акції (остання ціна закриття).

Таблиця 3. Залежність вартості капіталу від зміни його структури\*

Вихідна інформація							
Власний акціонерний капітал	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
Позиковий капітал	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%
ПК/ВК, % (debt/equity ratio)	400	233,3	150,0	100,0	66,7	42,0	25,0
«Кернел»							
Акціонерний капітал, \$	2 119032						
$\beta_e$	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
$\beta_a$	0,21	0,31	0,41	0,51	0,62	0,72	0,82
WACCa	21,92	21,54	21,27	21,10	21,05	21,10	21,26
«Овостар»							
Акціонерний капітал, \$	119 797						
$\beta_e$	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
$\beta_a$	0,11	0,17	0,23	0,29	0,34	0,40	0,46
WACCa	21,86	21,40	21,03	20,73	20,51	20,37	20,31
«Астарта»							
Акціонерний капітал, \$	653 820						
$\beta_e$	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
$\beta_a$	0,24	0,37	0,49	0,61	0,73	0,85	0,97
WACCa	22,2	21,70	21,55	21,55	21,69	21,97	22,00

\* За власними розрахунками автора.

Суть порівняльного бенчмаркінгу полягає у виборі певного галузевого еталону – конкретна компанія, за якою визначається існуюча в ній структура капіталу (в разі ж відсутності за еталонне можна прийняти середнє по галузі значення). Таким чином, у межах бенчмаркінгу проводиться детальний аналіз діяльності компанії-аналога та ефективності її позикової політики, а кращі практики імплементуються у діяльність власного підприємства. Але при цьому існують певні загрози, які пов'язані із складнощами у пошуку ідентичних компаній навіть в умовах однієї галузі, неправильною інтерпретацією отриманих результатів компанії-аналога (насамперед, отримане співвідношення позикового та власного капіталу не обов'язково є оптимальним). Крім того, ідентичні з першого погляду підприємства можуть мати різні рівні систематичного (ринкового) ризику, що необхідно враховувати при визначенні вартості власного акціонерного капіталу, а також мати різні інвестиційні цілі, що можуть спонукати до залучення додаткових сум позикового капіталу або ж, навпаки, до реструктуризації капіталу у бік зменшення боргової його частини.

Проведення фундаментального аналізу є достатньо трудомістким процесом, що потребує побудови різних сценарних моделей поведінки підприємства в умовах зміни його позикової політики та відповідно різних співвідношень позикового та власного капіталів. Побудова таких моделей в разі наявності та повноти необхідної інформації може дати відповіді на питання щодо найбільш прийнятної структури капіталу для умов конкретного підприємства відповідно до цілей його функціонування.

З отриманих результатів простого фінансового моделювання бачимо, що середньозважена вартість капіталу підвищується по мірі зростання частки боргового капіталу у

структурі, що підвищує ризик фінансової нестабільності підприємства, знижує рейтинг кредитоспроможності бізнесу та може викликати занепокоєння інвесторів, що виражається у вищих ставках очікуваної ними доходності. В подальшому можна поглибити аналіз шляхом прогнозування очікуваних вільних грошових потоків підприємства, що дасть можливість визначити за якого «сценарного» рівня структури капіталу досягатиметься максимізація вартості підприємства. Зауважимо, що моделі, які використовуються в процесі фундаментального фінансового аналізу, повинні враховувати динаміку різних ризиків та факторів впливу на діяльність підприємства, а також прогнози його операційної, фінансової та інвестиційної активності.

### Висновки

Прийняття рішення щодо формування оптимальної структури капіталу на сучасному етапі знаходиться в рамках важливих фінансових рішень, адже визначає не лише позикову політику підприємства, а й стоїть на позиціях вартісно-утворюючих факторів, що сприяють зменшенню або нарощуванню вартості всього бізнесу. Використання боргового капіталу є досить вигідним до певної міри, адже поряд з перевагами (значні можливості залучення, зазвичай є дешевшою формою фінансування, створюється податковий щит тощо) містяться і певні загрози, що пов'язані із фінансовими труднощами, з якими може стикнутися бізнес через зниження фінансової автономії та маневреності, рівня платоспроможності. Але крім того, в разі значної частки боргового капіталу у загальній структурі капіталу збільшується величина боргових зобов'язань та виплат, знижується кредитний рейтинг бізнесу, виникають труднощі взаєморозуміння та збалансованості інтересів з інвесторами, які очіку-

ють зростання своєї дохідності через вищий фінансовий ризик. З метою прийняття рішення щодо найбільш оптимального рівня співвідношення власного та позикового капіталу до уваги можуть братися методи порівняльного аналізу (бенчмаркінг) та фінансового моделювання. Але в будь-якому разі питання формування оптимальної структури капіталу лежить в площині індивідуальних для кожного окремого підприємства, метою якого є рівновага інвестиційної та фінансової ефективності поряд із зацікавленістю всіх стейкхолдерів у нарощуванні вартості підприємства.

#### Список використаних джерел

1. Андрійчук В.Г. Ефективність діяльності аграрних підприємств: теорія, методика, аналіз: Монографія. – К.: КНЕУ, 2005. – 292 с.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран. – 4-е изд. – М.: АльпинаБизнес Букс, 2007. – 1340 с.

3. Oriep T., Ragman Дж., Спайсер Л. Сравнжная вартість капіталу: Практичний посібник з прийняття фінансових рішень / Пер. з англ.; За наук. ред. О.Б. Ватченко. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2007. – 288 с.

4. Fernandez P. Optimal capital structure: problems with the Harvard and Damodaran approaches / Research paper, 2002. – №454. – 15 p.

5. Pratt, Shannon P. Cost of capital: estimation and applications / Shannon P. Pratt. – 2nd ed., USA. – 2002. – 322 p.

6. Servaes H., Tufano P. The theory and practice of capital corporate structure / Deutsche Bank, 2006. – №1. – 90 p.

7. <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporatefinance/5/capitalstructure/modigliani-miller.aspx>

8. <http://www.investopedia.com/walkthrough/corporatefinance/5/capitalstructure/bankruptcy-optimal-structure.aspx>

9. <http://www.astartakiev.com/>

10. <http://www.ovostar.ua/>

11. <http://www.kernel.ua/en/>

УДК 657.6 (075)

С.О. КЛИМЕНКО,  
к.е.н., Миколаївський національний університет ім. В.О. Сухомлинського

## Облікова політика підприємств та особливості фінансової реструктуризації

*У статті акцентовано увагу на відповідності облікової політики підприємства вирішенню проблеми його фінансової реструктуризації.*

**Ключові слова:** облікова політика, фінансова реструктуризація підприємства, структура капіталу.

*В статье акцентировано внимание на соответствии учетной политики предприятия решению проблемы его финансовой реструктуризации.*

**Ключевые слова:** учетная политика, финансовая реструктуризация предприятия, структура капитала.

*In the article the attention is looking to the accounting policy corresponds with financial restructuring of the enterprises.*

**Keywords:** accounting policy, financial restructuring of the enterprises, capital structure.

**Постановка проблеми.** Сучасний стан розвитку переробних підприємств АПК потребує постійної уваги до процесів формування та ефективного використання капіталу, проведення облікової політики, спрямованої на створення сприятливих умов фінансово-господарської діяльності підприємств. Це необхідно для забезпечення відповідності структури капіталу умовам його функціонування під впливом змін, що відбуваються в зовнішньому середовищі, та з урахуванням перспективних можливостей розвитку.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Огляд економічної літератури показав, що Є.М. Андрущак та О.М. Підхонний [1], М.Д. Білик [2], Л.І. Воротіна [3], В.М. Гриньова та А.В. Гриньов [4], І.Н. Карпунь [5] та інші демонструють відсутність єдиної думки серед науковців щодо ролі та особливостей здійснення фінансової реструктуризації, яку пов'язують зі зміною форми власності. Особливості її проведення визначають виходячи з постприватизаційних процедур та як один з інструментів пасивної (короткострокової) реструктуризації [3]. Це можливий оздоровчий захід із метою поліпшення фінансового стану підприємства шляхом вжиття експрес-заходів: збільшення (зменшення) заборгованості, зниження вартості капіталу [6]. Облікова політика повинна підтримувати фінансову реструктуризацію як постійний інструмент управління має, а не спрямований на реалізацію одноразової мети [7], розглядати її як проміжний етап у справі реструктуризації підприємства в цілому, де основним завданням є адаптація підприємства до умов мінливого зовнішнього середовища з метою підвищення конкурентоспроможності [8], як самостійний засіб стратегічних фінансових перетворень в процесі реалізації фінансової стратегії [2], як реформування корпоративного управління із обов'язковим залученням інвестицій для оздоровлення стану підприємства [4], як зміну структури та розмірів власного й позикового капіталу, а також зміну в інвестиційній діяльності підприємства [9, с. 48] як зміни у структурі капіталу,