

Г.А. Семенов,
доктор економічних наук, професор
О.О. Єропутова,
аспірант, м. Запоріжжя

АНАЛІЗ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Метою статті є проведення аналізу структури капіталу з метою виявлення резервів раціонального використання фінансових ресурсів.

Основою фінансової стратегії підприємства являється пошук, раціональне використання та управління структурою фінансових ресурсів (капіталу) підприємства з метою підвищення його платоспроможності та фінансової стійкості [1—3].

Структура капіталу на звітну дату відображає співвідношення джерел фінансових ресурсів на кінець звітного періоду, які використовує підприємство.

На рис. 1 можна прослідити тенденцію зменшення долі власного капіталу у структурі балансу, за рахунок росту питомої ваги запозичених та залучених коштів. При цьому співвідношення власних та запозичених коштів складає 53 % до 47 % відповідно, що свідчить про зменшення фінансової незалежності підприємства від запозиченого капіталу.

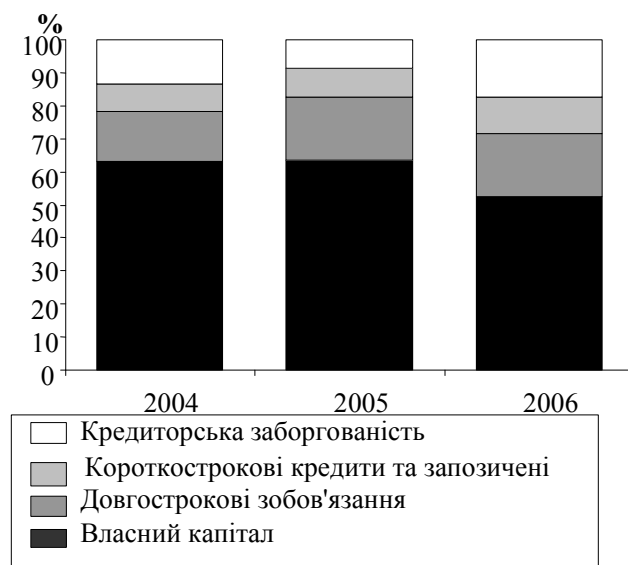


Рис. 1. Структура капіталу ЗАТ «ЗАЗ» за роками

Структуру джерел капіталу підприємства характеризують показники фінансової стійкості [9].

Оцінка фінансової стійкості дається на конкретну дату. Аналіз стійкості фінансового стану на ту чи іншу

дату дозволяє зрозуміти, наскільки вірно підприємство керувало капіталом на протязі аналізованого періоду. Для більш повного аналізу структури капіталу роздивимось склад власного капіталу ЗАТ «ЗАЗ» (рис. 2).



Рис. 2. Склад власного капіталу ЗАТ «ЗАЗ»

Аналіз складу власного капіталу показує, що підприємство являється достатньо прибутковим та успішним — долі акціонерного капіталу та прибутку у структурі відрізняються всього на 7%. Окрім цього, підприємство має резервний фонд у сумі 44 843 тис. грн, що може бути використане для підтримки платоспроможності підприємства у критичних ситуаціях.

Абсолютними показниками фінансової стійкості являються показники, які характеризують забезпе-

Джерела формування запасів і витрат, тис. грн

Показники	Значення	Розрахунок	На 31.12.04	На 31.12.05	На 31.12.06
1	2	3	4	5	6
Величина запасів та витрат	З	ф.1 сума стр.100-140	761604	433044	325479
Наявність власних обігових коштів	ВОК	ф.1 стр.380+ стр.430- стр.080	588570	713481	747200
Наявність власних та довгострокових запозичених джерел формування запасів та витрат	ВД	ВОК+ф.1 стр.480	912933	1300776	1477545
Загальна величина основних джерел формування запасів та витрат	ОД	ВД+ф.1 стр.500	1069087	1525754	1853656
Надлишок або нестача власних обігових коштів	Δ ВОК	ВОК-З	-173034	280437	421721
Надлишок або нестача власних і довгострокових джерел формування запасів	Δ ВД	ВД-З	151329	867732	1152066
Надлишок або нестача загальної величини основних джерел формування запасів та витрат затрат	Δ ОД	ОД-З	307483	1092710	1528177

ченість запасів і витрат джерелами фінансових ресурсів. Сформуємо ці показники в табл. 1.

Протягом 2004 року ми спостерігаємо нестачу власних обігових коштів (не іммобілізована частина власного капіталу) для покриття величини запасів та витрат у розмірі 173 034 тис. грн, що покривається використанням запозиченого капіталу. У 2005 р. ситуація змінилась, наявність власних обігових коштів показує надлишок у розмірі 280 437 тис. грн, а у 2006 р. — 421 721 тис. грн, тоді як величина запасів та витрат у звітному періоді зменшилась на 107565 тис. грн. Залучення короткострокових та довгострокових кредитів сприяло формуванню 1092710 тис. грн у 2005 р. та 1528177 тис. грн у 2006 р. вільних коштів після формування запасів та витрат підприємства.

Показники забезпеченості запасів джерелами їх

формування інтегруються у трьохкомпонентний показник S (1), який характеризує тип фінансової стійкості ЗАТ «ЗАЗ» як нормальна стійкість, яка гарантує платоспроможність підприємства, що виражається як $S = \{0; 1; 1\}$, тобто $\Delta \text{ВОК} < 0$; $\Delta \text{ВД} \geq 0$; $\Delta \text{ОД} \geq 0$.

$$S = \{\Delta \text{ВОК}; \Delta \text{ВД}; \Delta \text{ОД}\}. \quad (1)$$

Беручи до уваги вищенаведені розрахунки, можна зробити висновки, що $\Delta \text{ВОК}$ не відповідає нормативу. Але це має пояснення: надлишок власних обігових коштів визвано значним скороченням виробничих запасів на 144 917 тис.грн., та збільшенням розміру власного капіталу у 1,1 раз, або на 94989 тис. грн Усе це має позитивну тенденцію.

Відносними показниками фінансової стійкості підприємства являються фінансові коефіцієнти авто-

номії (2), фінансової залежності (3), забезпеченості власними обіговими коштами (4), маневреності власних коштів (5), забезпеченості по кредитах (6) [4—6]:

$$K_{\text{авт.}} = \frac{\text{Величина власного капіталу}}{\text{Підсумок балансу}}, \quad (2)$$

$$K_{\text{ф.з.}} = \frac{\text{Величина власного капіталу}}{\text{Величина запозиченого капіталу}}, \quad (3)$$

$$K_{\text{з.в.к.}} = \frac{\text{Чистий обіговий капітал}}{\text{Поточні зобов'язання}}, \quad (4)$$

$$K_{\text{маневреності}} = \frac{\text{Власний капітал + забезпечення – вартість необоротних активів}}{\text{Власний капітал}}, \quad (5)$$

$$K_{\text{з.аб.кредитів}} = \frac{\text{Прибуток від звичайної діяльності до оподаткування за відрахуванням суми сплачених відсотків по кредитах}}{\text{Сплачені відсотки по кредитах}}, \quad (6)$$

Результати розрахунків довгострокової стійкості та довгострокової платоспроможності ЗАТ «ЗАЗ» відобразимо в табл. 2.

Динаміка показників структури капіталу показує тенденцію збільшення концентрації запозиченого капіталу в структурі джерел коштів до 47,4 %. Про це також свідчить зниження величини концентрації власного капіталу на 1 грн. запозиченого з 6,3 до 5,3 рази за три роки. Доля коштів власників (акціонерів) у загальній сумі коштів, вкладених у майно підприємства, складає 53 %, тобто формування 53 % активів ЗАТ «ЗАЗ» профінансовано за рахунок власних коштів.

В умовах необхідності повного погашення поточних зобов'язань підприємство володіє вільними обіговими коштами в розмірі 134 % від суми зобов'язань, що значно перевищує мінімальне нормативне значення ($> 0,1$).

Зниження маневреності власних коштів обумовлено зростанням вартості не обігових активів унаслідок інвестицій у їх оновлення та показує, що питома вага власного капіталу ЗАТ «ЗАЗ», яка використовується для фінансування поточної діяльності, тобто не капіталізована, склала на кінець 2006 року 37 %.

Показник забезпеченості по кредитах показує, що прибуток підприємства до сплати відсотків по креди-

ту в 14 раз перевищує суму відсотків до сплати у 2004 році, протягом 2005—2006 років цей показник значно зменшився — до 2,9 рази. Зниження коефіцієнту обумовлено обраною фінансовою стратегією підприємства, яка націлена на залучення запозиченого капіталу, а, отже, і росту вартості залучених коштів у абсолютному та відносному вираженні.

Отже, фінансова стійкість та платоспроможність ЗАТ «ЗАЗ» за станом на 31.12.2006р. погіршується. Керівництву та фінансовим службам ЗАТ «ЗАЗ» необхідно прийняти міри, націлені на стабілізацію фінансової стійкості товариства та поновлення платоспроможності.

На наступному етапі аналізу ми роздивимось показники рентабельності капіталу ЗАТ «ЗАЗ», які використовують для оцінки результативності та економічної доцільності функціонування підприємства.

Загальний зміст та економічна сутність показників рентабельності полягає у визначенні суми прибутку з однієї гривні вкладеного капіталу.

Рентабельність оборотного капіталу ілюструє здібність компанії отримувати прибуток від здійснення основної діяльності, тобто своїх звичайних господарчих операцій. Прибуток від основної діяльності виключає елементи прибутку від продажу активів або володіння корпоративними правами інших підприємств. Оскільки обігові кошти підприємства це та частина активів, які практично щоденно використовуються у процесі діяльності підприємства, при оцінці ефективності їх використання доцільно співставити операційний прибуток з середнім значенням обігових коштів за період. У цьому випадку ми виключаємо фінансової витрати й податок на прибуток, що є прерогативою всієї комплексної (а не тільки операційної) діяльності підприємства. Цей показник співспрягається з показником оборотності обігових активів, рівним відношенню виручки до середньої величини обігових коштів за період часу та показником прибутковості продажу, який у даному випадку засновано на відношенні величини операційного прибутку (тобто прибутку до сплати відсотків та податку на прибуток, який не включає прибуток від неосновної діяльності).

Рентабельність активів пов'язана з прибутковістю продажу та обігом активів, оцінюється шляхом співставлення чистого прибутку із загальною сумою активів по балансу. Цей показник являється одним з найбільш важливих для характеристики рентабельності підприємства. Сутність показника рентабельності полягає у характеристиці того, наскільки ефективно було використано кожен залучену гривню. З цієї ж причини ми повинні виключити доходи, що є винагородженням власникам капіталу, як власно-

Аналіз фінансової стійкості та довгострокової платоспроможності ЗАТ «ЗАЗ»

Показники	Розрахунок	На 31.12.04.	На 31.12.05.	На 31.12.06.
Коефіцієнт концентрації власного капіталу	$\frac{\text{ф.1 ряд. 380}}{\text{підсумок балансу}}$	0,633	0,634	0,526
Коефіцієнт концентрації запозиченого капіталу	$\frac{\text{ф.1 сума ряд.480,620,630}}{\text{підсумок балансу}}$	0,367	0,367	0,474
Коефіцієнт фінансової незалежності	$\frac{\text{ф.1 ряд. 380}}{\text{ф.1 сума ряд.480,620,630}}$	1,727	1,732	1,110
Коефіцієнт забезпеченості власними обіговими коштами	$\frac{\text{ф.1 ряд.260-ряд.620}}{\text{ф.1 ряд.620}}$	0,662	2,444	1,340
Коефіцієнт маневреності власних коштів	$\frac{\text{ф.1 ряд.380+ряд.430-ряд.080}}{\text{ф.1 ряд.380}}$	0,431	0,367	0,367
Коефіцієнт забезпеченості по кредитах	$\frac{\text{ф.2 ряд.170+ряд.140}}{\text{ф.2 ряд.140}}$	14,429	2,862	2,860

го, так і запозиченого. Але винагорода вже була врахована при розрахунку чистого прибутку. Саме тому ми з суми чистого прибутку виключаємо величину відсоткових платежів, сплачених до податку на прибуток [6].

Рентабельність власного капіталу характеризує ефективність використання тільки власних джерел фінансування підприємства. При розрахунку цього показника використовується чистий прибуток підприємства разом з величиною власного капіталу підприємства. Тут ми не виключаємо з розгляду відсоткові платежі, оскільки при оцінці ефективності використання власного капіталу враховується ефективність того, наскільки менеджмент підприємства здібне ефективно для його власників залучати та використовувати запозичені грошові кошти.

Важливою характеристикою ефективної діяльності підприємства являється співставлення характеристик рентабельності його активів та власного капіталу [10].

Рентабельність використаного капіталу (або рентабельність чистих активів) розраховується шляхом співставлення чистого прибутку підприємства, скорегованого на величину відсоткових платежів по довгостроковим заборгованостям, із середньою величиною капіталу підприємства на протязі року. Сутність цього показника полягає у аналізі ефективності використання капіталу компанії. Під капіталом ми розуміємо вка-

зану в балансі суму власного капіталу та довгострокових зобов'язань [4].

У табл. 3 наведемо розрахунок різноманітних показників рентабельності діяльності ЗАТ «ЗАЗ».

Проведений аналіз показує зростання у 2006 році фактично всіх показників рентабельності, що зумовлене збільшенням отриманого прибутку, на відміну від попереднього періоду. Коефіцієнт рентабельності активів починає зростати, а це означає, що підвищується ефективність кожної залученої гривні. Власні джерела підприємства теж почали використовуватись з більшою ефективністю.

Рентабельність інвестицій у виробництво ЗАТ «ЗАЗ» у звітному періоді склала 3,7%. Показник зменшився за три роки на 39,9%, і хоча спостерігається тенденція підвищення, усе ж таки на цей момент, вкладення коштів у розвиток виробництва на ЗАТ «ЗАЗ» як для інвесторів, так і для самого підприємства не дуже вигідним варіантом інвестицій [7].

Ураховуючи результати проведеного аналізу фінансового стану ЗАТ «ЗАЗ», можна зробити такі висновки:

— діяльність підприємства прибуткова, забезпеченням формування прибутку являється основний вид діяльності — виробництво та реалізація автомобілів;

— отриманий прибуток дозволяє підприємству не тільки покривати витрати, але й здійснювати інвестиції, націлені на оновлення та реконструкцію основ-

Аналіз рентабельності ЗАТ «ЗАЗ»

Показники	Розрахунок	На 31.12.04	На 31.12.05	На 31.12.06
Коефіцієнт рентабельності активів	<u>ф.2ряд.220</u> середній підсумок балансу	0,346	0,014	0,029
Коефіцієнт рентабельності оборотного капіталу	<u>ф.2ряд.100</u> середній підсумок р. II (А)ф. 1	0,616	0,130	0,122
Коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу	<u>ф.2ряд.100</u> середній підсумок балансу	0,393	0,080	0,077
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	<u>ф.2ряд.100</u> середнє значення ряд. 380 ф.1	0,599	0,127	0,135
Коефіцієнт рентабельності запозиченого капіталу	<u>ф.2стр.190</u> середнє значення ряд. 480 ф.1	2,523	0,082	0,150
Коефіцієнт рентабельності використаного капіталу (рентабельність інвестицій у виробництво)	<u>ф.2стр.220</u> середнє значення суми рядків 380+480 ф.1	0,436	0,018	0,037

них фондів, розширення виробництва, здійснення довгострокових фінансових вкладень тощо;

— незважаючи на незадовільний стан абсолютної платоспроможності й поступове зниження фінансової стійкості, ЗАТ «ЗАЗ» знаходиться на достатньо добромu рівні. Використання запозиченого капіталу на розвиток виробництва сприяє генеруванню достатнього рівня прибутку, однак треба вжити міри фінансової стабілізації;

— наявність та значний ріст величини чистого обігового капіталу свідчить про наявність резервів підвищення короткострокової платоспроможності;

— хоча зростання кредиторської та дебіторської заборгованостей являються недоліками в роботі підприємства, аналіз заборгованості показує, що її ріст виправдано та є наслідком нарощування обсягів виробництва та продажу;

— зменшення величини запасів говорить нам про збільшення кількості готової продукції та товарів до реалізації;

— фінансова стратегія підприємства націлена також на використання фінансових ресурсів не тільки

на виробництво, але й на реконструкцію та оновлення основних фондів, що робить ЗАТ «ЗАЗ» привабливим об'єктом для вкладення коштів інвесторами та власниками компанії;

— негативним фактором є залучення та використання значних обсягів кредитних коштів, про що свідчить співвідношення запозиченого та власного капіталів за станом на 31.12.2006 р.

Беручи за основу показники, розраховані при проведенні аналізу, а також використовуючи зарубіжні та вітчизняні розробки, розрахуємо коефіцієнт імовірності банкрутства ЗАТ «ЗАЗ» на основі п'ятифакторної Z-моделі Альтмана, адаптованої до вітчизняних умов (7):

$$R=2Kз+0,1 Kпл+0,08Koa+0,45Km+Kвр, \quad (7)$$

де Kз — коефіцієнт забезпеченості власними коштами;

Kпл — коефіцієнт поточної ліквідності;

Koa — коефіцієнт оборотності активів;

Km — комерційна маржа (рентабельність реалізації продукції);

Kвр — рентабельність власного капіталу.

Розрахункове значення R звітної та попереднього періоду склали 6,8 та 6,7 відповідно. Фінансовий стан підприємства з рейтинговим числом < 1 характеризується як незадовільне та схиляється до банкрутства. Таким чином, незважаючи на стан незадовільної платоспроможності ЗАТ «ЗАЗ» та незначної залежності від запозичених коштів, значення рейтингу більше 5 у звітному періоді, а це характеризує підприємство як високоліквідне, яке не схильне до банкрутства [14].

Дослідження залучених джерел коштів та критерії відбору найбільш прийнятних з них. Основою фінансової стратегії являється формування фінансових ресурсів та забезпечення фінансової стійкості підприємства в ринкових умовах господарювання. Нарощування темпів виробництва, реконструкція діючих виробничих потужностей ЗАТ «ЗАЗ» потребує вкладання значних грошових коштів. Незважаючи на високий рівень забезпеченості компанії робочим капіталом і поповнення його за рахунок отриманого прибутку, фінансова стратегія підприємства націлена на залучення запозичених фінансових ресурсів для покриття тимчасового дефіциту вільних грошових коштів. Так, за 2004 рік довгострокові зобов'язання ЗАТ «ЗАЗ» склали 324 363 тис. грн, за 2005 рік — 587 295 тис. грн, за 2006 рік — 730 345 тис. грн. Короткострокові кредити та запозичені кошти на кінець 2004 року склали 173 780 тис. грн, у 2005 році — 265 512 тис. грн, у 2006 році досягли 427 997 тис. грн. Отже, темп росту запозиченого й власного капіталу на кінець 2005 року на рівні 142%, а у 2006 році темп росту запозиченого капіталу перевищив зростання власного на 59%.

Обов'язковою умовою залучених ЗАТ «ЗАЗ» кредитів являється їх забезпеченість, тобто обов'язкова наявність заставленого майна. З метою залучення більш довгострокових та недорогих фінансових ресурсів ЗАТ «ЗАЗ» було здійснено емісію облігацій.

Згідно проспекту емісії облігацій обсяг випуску склав 150 млн. грн.

Мета використання фінансових ресурсів, залучених шляхом розміщення облігацій, — у повному обсязі на розширення виробництва автомобілів та запасних частин до них, на упровадження прогресивних сучасних технологій для розширення виробництва та удосконалення якості продукції, на комплексну реалізацію інвестиційної програми.

Джерелами погашення облігацій та виплат відсоткового доходу являються кошти емітента, отримані від його господарчої діяльності, які залишаються після розрахунків з бюджетом та сплати інших обов'язкових платежів.

Структура запозиченого капіталу ЗАТ «ЗАЗ» за станом на 31.12.2006 р. має вигляд, який ми відобразили на рис. 3.

У зовнішніх джерелах фінансування діяльності ЗАТ «ЗАЗ» присутнє таке джерело як зарубіжна інвестиція. За економічною сутністю зарубіжна інвестиція була виражена через акціонерний капітал шляхом випуску акцій підприємства. Величина зарубіжної інвестиції склала 150 млн \$.

Фінансова стратегія підприємства у відповідності зі своєю стратегічною метою повинна забезпечувати і ефективне використання фінансових ресурсів. У якості джерел фінансових ресурсів на будь-якому підприємстві використовуються як власні, так і запозичені кошти.

Питання про вибір джерел фінансування підприємства вирішується з урахуванням багатьох факторів, основоположним з яких є вартість запозиченого джерела.

Залучення того або іншого джерела коштів фінансування пов'язане для підприємства з певними витратами: акціонерам треба виплачувати дивіденди, банкам — відсотки за надані ними суди та ін. Загальна сума коштів, яку треба сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсот-

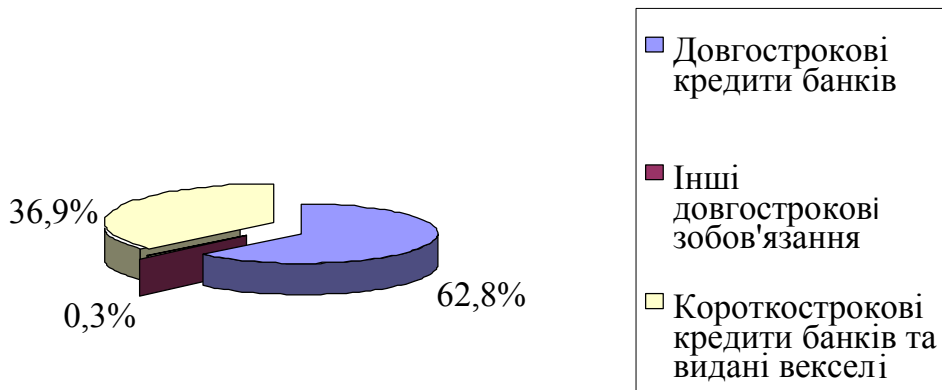


Рис. 3. Структура запозиченого капіталу ЗАТ «ЗАЗ» на 31.12.2006 р.

ках до цього обсягу і є ціною запозиченого капіталу.

Вартість капіталу необхідно знати на стадії обґрунтування фінансових рішень, щоб визначити найбільш оптимальні напрямки вкладення коштів і прийнятні джерела їх фінансування.

Рівень доходності, що виплачується інвестору як плата за наданий капітал, представляє для підприємства, що отримує цей капітал, величину його (капіталу) ціни.

Для інвестора ціна вкладеного капіталу — це альтернативні витрати, які виникають через втрачену можливість використовувати грошові кошти іншим способом, наприклад, направити їх на банківський депозит [10].

У якості вимірювача ціни капіталу використовується рівень відсоткової ставки.

Плануючи залучення нового капіталу, підприємство зобов'язано прийняти до уваги альтернативні витрати інвестора, так як їх рівень являється об'єктивною характеристикою ціни залученого капіталу. Найважливішим фактором, який визначає величину альтернативних витрат, являється ризик підприємства та проектів, які воно реалізує. Чим вище ризик, тим вище рівень доходності, необхідний інвестору, для компенсації ризику. Відповідно вище буде й ціна запозиченого капіталу.

Структура довгострокового капіталу неоднорідна: він складається з власних та запозичених ресурсів. Власний капітал це звичайні акції та нерозподілений прибуток. Довгостроковий запозичений капітал — це, передусім, облігації які емітує підприємство. Кожне з джерел капіталу має свою ціну. Прибуток також є платним джерелом. Платою за його використання являється доход, який отримують від підприємства його інвестори (власники).

Залучення платних фінансових ресурсів пов'язане з аналізом ефективності виробництва. Якщо рентабельність виробництва вище банківського відсотку, то залучення кредитів вигідно, так як розширення виробництва у зв'язку із залученням запозиченого капіталу збільшує загальну масу прибутку. І навпаки, якщо банківський відсоток вище рівня рентабельності виробництва, то не тільки весь отриманий прибуток, але і частина власних коштів іде на погашення плати за використання залучених коштів. Тому для низькорентабельних підприємств доцільно залучати запозичені кошти не для рішення поточних проблем, а як довгострокові інвестиції під реально ефективні проекти.

Як правило, визначають ціну нового капіталу, який підприємство тільки збирається залучити для фінансування відкритих ім інвестиційних здібностей. Однак з метою вивчення чинників, що впливають на ціну капіталу, для тих джерел, які вже використовую-

ються ЗАТ «ЗАЗ», ми розрахуємо їх фактичну вартість. У подальшому це дасть змогу управляти ціною залучених фінансових ресурсів з аналогічних джерел шляхом зменшення тих або інших витрат.

Основними елементами запозиченого капіталу ЗАТ «ЗАЗ» являються довгострокові кредити банку та випущені підприємством облігації. Ціна першого елемента (8) повинна роздивлятися з урахуванням податку на прибуток, оскільки відсотки за користування судами банку включаються в собівартість продукції. Саме цьому ціна одиниці такого джерела коштів може бути меншою, ніж сплачений банку відсоток.

$$K_{\text{цд}} = P \cdot (1 - H), \quad (8)$$

де $K_{\text{цд}}$ — ціна джерела «кредити банку»;

H — ставка податку на прибуток;

P — величина банківського відсотку.

Незважаючи на те, що різноманітні літературні джерела наводять вказану формулу (8), для розрахунку ціни залучення банківського кредиту, необхідно відзначити, що на практиці ця ціна вища за рахунок витрат на оформлення кредиту. Згідно принципам кредитування забезпеченням кредиту виступає застава. При цьому вартість залогового майна у відповідності з діючим банківським законодавством України, а також практиці кредитування, яка склалася, перевищує суму кредиту у 2 рази. Сплата державного мита при обов'язковому нотаріальному засвідченні договорів застави (Закон України «Про заставу») у розмірі 1% від суми договору збільшує ціну джерела «банківський кредит», як мінімум, на 0,02%. Окрім цього, 1% від експертної вартості залогового майна складають витрати на страхування об'єктів застави. Цьому в теперішній час вартість банківського кредиту може бути розрахована по формулі (9):

$$K_{\text{ок}} = P \cdot (1 - H) + 0,04. \quad (9)$$

Для ЗАТ «ЗАЗ» середня вартість залучення довгострокових кредитів у 2004 року складала 20,81%, у 2005 року — 20,08 %, у 2006 році — 20,25%.

Ціна такого джерела коштів, як корпоративні облігації підприємства також приблизно дорівнює величині сплаченого відсотку.

У деяких країнах відсотки по облігаціях дозволено відносити на прибуток до оподаткування. Тому ціна цього джерела іноді уточнюється. Для знову планованого випуску облігаційного займу при розрахунку його ціни (10) необхідно враховувати вплив можливостей різниці між ціною реалізації облігації та її номінальною вартістю (остання нерідко може бути вища, вчасності, за рахунок витрат пов'язаних з випуском облігацій та продажу їх на умовах дисконту) [11—13].

$$K_{об} = \frac{C_H * P + (C_H - C_P) / K}{(C_H + C_P) / 2} * (1-H), \quad (10)$$

де $K_{об}$ — ціна облігаційного займу як джерела коштів підприємства;

P — ставка відсотку (у долях одиниці);

C_H — величина займу (номінальна вартість);

C_P — реалізаційна ціна облігацій;

K — строк займу (кількість років);

H — ставка податку на прибуток (у долях одиниці).

Розрахуємо фактичну ціну облігаційного займу ЗАТ «ЗАЗ».

Підприємство емітувало облігації номінальною вартістю 1000 грн. Зі строком погашення 3 роки й ставкою відсоткового доходу 15 % річних. Фактичні та планові (до закінчення строку обігу) витрати на реалізацію облігацій складуть у середньому 0,7 % номінальної вартості. Податок на прибуток — 25%. Ціна цього джерела коштів за формулою (10) складе:

$$K_{об} = \frac{1000 * 0,15 + (1000 - 1002) / 3}{(1000 + 1002) / 2} * (1 - 0,25) + 0,7\% = 11,89\%$$

Відмінністю привілейованих акцій являється виплата інвестору у якості доходу фіксованого дивіденду. Акціонери в обмін за надання своїх коштів підприємству отримують дивіденди. Їх дохід буде дорівнювати витратам підприємства по забезпеченню даного джерела коштів. Цьому з позиції підприємства ціна такого джерела приблизно дорівнює рівню дивідендів, виплачуваних акціонерам. Ціна джерела коштів «привілейовані акції» визначається за формулою (11):

$$K_{ПА} = D / Ц_{ПА}, \quad (11)$$

де $K_{ПА}$ — ціна джерела «привілейовані акції»;

D — розмір фіксованого дивіденду (у грошових одиницях);

$Ц_{ПА}$ — поточна (ринкова) ціна привілейованої акції.

Для ЗАТ «ЗАЗ» ціну даного джерела розрахуємо за наступними параметрами:

— установимо ціну фіксованого дивіденду на рівні 10 % від номінальної вартості акції — 90 грн;

— так як ЗАТ «ЗАЗ» являється закритим акціонерним товариством, його акції на ринку не обертаються, тому для розрахунку прийемо ринкову вартість акції на рівні номінальної вартості — 900 грн.

У результаті отримаємо вартість цього джерела — 10 %.

Розмір дивідендів по звичайних акціях зазда-

легідь не визначено й залежить від ефективності роботи підприємства. Розраховувати ціну джерела коштів «звичайні акції» можна з меншою точністю. Існують різні методи оцінки, але найбільш розповсюджений метод Гордона (12):

$$K_{ОА} = D_{П} / Ц_{ОА} + g, \quad (12)$$

де $K_{ОА}$ — ціна джерела «звичайні акції»;

$D_{П}$ — прогнозоване значення дивіденду на найближчий період;

$Ц_{ОА}$ — поточна (ринкова) вартість звичайної акції;

g — прогнозований темп приросту дивідендів.

Дані для розрахунку ціни цього джерела:

— прогнозне значення дивіденду на найближчий період встановимо у розмірі 5% від суми отриманого прибутку, що складе 20 грн на 1 просту акцію;

— ринкову ціну акції прирівнюємо до її номінальної вартості — 465 грн;

— прогнозований темп росту дивідендів встановимо на рівні прогнозованого темпу інфляції — 2%.

Ціна джерела «звичайні акції» для ЗАТ «ЗАЗ» складає 4,22%. Додаткова емісія вважається найбільш безпечним та дешевим з фінансової точки зору джерелом додаткових фінансових ресурсів. Але цей процес значно розтягнуто в часі, до того ж оплата емітованих цінних паперів носить імовірнісний характер при значних витратах на сам процес емісії.

На практиці будь-яке підприємство фінансує свою діяльність із різноманітних джерел. За користування авансованими у діяльність підприємства фінансовими ресурсами воно сплачує відсотки, дивіденди, винагородження тощо, тобто несе деякі обґрунтовані витрати на підтримку свого економічного потенціалу. Показник, який характеризує відносний рівень загальної суми витрат і складає суму авансованого капіталу, яка являється середньозваженою усього капіталу фірми, що використовується (13):

$$CB = PЗК * dЗК + PВК * dВК, \quad (13)$$

де $PЗК$ — ціна запозиченого капіталу;

$dЗК$ — доля запозиченого капіталу в структурі капіталу;

$PВК$ — ціна власного капіталу;

$dВК$ — доля власного капіталу в структурі капіталу.

У зарубіжній літературі цей показник визначається однією для всіх теорій фінансового менеджменту аббревіатурою WACC.

З урахуванням вартості різноманітних джерел капіталу та їх наявності в структурі ЗАТ «ЗАЗ» у табл. 4 визначимо середньозважену ціну авансованого в

Вартість різноманітних джерел капіталу для ЗАТ «ЗАЗ» у 2005—2006 рр.

Джерела	Кредити банку	Облігації	Акції (прості)	Акції (привілейовані)
2005 рік				
Вартість, %	20,08	11,89	4,22	10,00
Доля джерела у структурі капіталу, %	17,39	5,75	76,86	x
2006 рік				
Вартість, %	20,25	11,89	4,22	10,00
Доля джерела у структурі капіталу, %	26,33		73,67	x

діяльність підприємства капіталу за 2005 рік та звітний період.

Середньозважена вартість капіталу, який використовує ЗАТ «ЗАЗ»:

на кінець 2005 року = $20,08 \cdot 17,39 + 11,89 \cdot 5,75 + 4,22 \cdot 76,86 = 7,42$ %;

на кінець 2006 року = $20,25 \cdot 26,33 + 4,22 \cdot 73,67 = 8,44$ %

Розрахувавши цей показник, ми бачимо, що середньозважена ціна капіталу зростає. Економічна сутність цього показника полягає в тому, що підприємство може приймати любі рішення інвестиційного характеру, рівень рентабельності яких не нижче поточного значення цього показника.

Також показник зваженої ціни капіталу може використовуватись для оцінки ціни підприємства в цілому (14):

$$Ц_{\text{п}} = \frac{D_p}{C_B} \quad (14)$$

де D_p — доход до розподілу.

Капіталізована вартість ЗАТ «ЗАЗ» на кінець звітного періоду за такої методики оцінки складе:

$172\,521\,000 / 7,42$ % = 2325 млн грн або приблизно 462 млн \$.

Таким чином, незважаючи на те, що найбільш вигідним з точки зору ціни залученого джерела капіталу являється емісія облігацій, на підприємстві активно використовується таке джерело як банківський кредит, тобто фінансова стратегія націлена на запозичення коштів. Це можна пояснити таким чином:

— оформлення емісії облігацій займає близько 3 місяців (ураховуючи здійснення публікацій у засобах масової інформації, реєстрацію випуску в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, підготовка та проведення презентації емісії), окрім того, залучення облігаційних ресурсів носить єдиноразовий характер;

— дострокове погашення облігацій, відповідно до умов їх випуску, можливе тільки 2 рази за весь строк оборотності й за бажанням власників облігацій;

— до погашення поточного випуску облігацій наступна емісія заборонена;

— оформлення залучення кредитів займає значно менший час;

— повернення кредиту можливо в будь-який час при наявності вільних грошових коштів у підприємства.

Висновки

1. Аналіз фінансового стану підприємства зроблено з метою проведення фінансової стратегії. Було досліджено: майновий стан — з метою визначення ефективності використання активів компанії, за допомогою розрахунку фінансових коефіцієнтів зносу й оновлення основних засобів; платоспроможність — за допомогою розрахунків показників ліквідності ЗАТ «ЗАЗ»; проаналізовано: структуру кредиторської і дебіторської заборгованостей, розрахована оборотність і темпи погашення заборгованості; рентабельність діяльності. Проведено аналіз ділової активності, аналіз структури капіталу; аналіз фінансової стійкості та довгострокової платоспроможності.

2. З проведеного аналізу можна зробити такі висновки: підприємство використовує фінансову стратегію запозичення довгострокових та короткострокових кредитів. Беручи до уваги діяльність ЗАТ «ЗАЗ», вкладення запозичених коштів, фінансово-майновий стан, підприємству й надалі можна дотримуватися цієї стратегії.

Література

1. Афанасьєв А., Кравченко С. Управление структурой капитала // Экономика. Финансы. Право. — 2003. — № 1. — С. 25. 2. Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації, затверджене Наказом

- Мінфіну та Фонду Держмайна України від 26 січня 2001 р. № 49/121. <http://www.zakon.gov.ua>. 3. **Абрютина М.С., Грачев А.В.** Анализ финансово-экономической деятельности предприятия: Учеб.-практ. пособие. — М.: Изд-во «Дело и Сервис», 2001. — 272 с.
4. **Бланк И.А.** Управление активами и капиталом предприятия. — К.: Эльга: Ника-Центр, 2003. — 446 с.
5. **Величко А.** Анализ финансового состояния организации // Ориентир. — 2003. — № 43. — С. 78.
6. **Грачев А.В.** Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия. — М.: Фин-пресс, 2002. — 208 с.
7. **Завгородній А.Г., Стадницький Ю.І.** Менеджмент реальних інвестицій: Навч. посібник. — К.: Т-во «Знання», КОО, 2000. — 376 с.
8. **Павловські О.В., Притуляк Н.М., Невмержицька Н.Ю.** Фінансовий аналіз: Навч.-метод. посібник для сам. вивчення дисципліни. — К.: КНЕУ, 2002. — 388 с.
9. **Петренко І.О.** Методи аналізу фінансової стійкості та ліквідності // Держава та Регіони. Серія: Економіка та підприємництво. — 2006. — № 3. — С. 411.
10. **Уолш К.** Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства / Пер. з англ. Л.М. Лозебний. — К.: Наук. думка, 2001. — 367 с.
11. **Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / Под ред. Е.С. Стояновой.** — 6-е изд. — М.: Перспектива, 2006. — 656 с.
12. **Финансовый менеджмент: Учебник / Под ред. А.М. Ковалевой** — М.: ИНФРА-М, 2004. — 284 с.
13. **Фінансовий менеджмент: Підручник / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк та ін.** — К.: КНЕУ, 2005. — 536 с.
14. **Харченко Е.** Оценка банкротства предприятия // Ориентир. — 2002. — № 65. — С. 56.