



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
Чорноморський національний університет  
імені Петра Могили

Кафедра фінансів і кредиту

Семененко Ганна Миколаївна

РОЛЬ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ У  
ФОРМУВАННІ СЕРЕДНЬОЗВАЖЕНОЇ ВАРТОСТІ  
КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

АВТОРЕФЕРАТ

дипломної роботи на здобуття  
ступеня вищої освіти магістр  
галузі знань 07 «Управління та адміністрування»  
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»  
за освітньо-професійною програмою «Фінанси і кредит з  
поглибленим вивченням іноземної мови»

Науковий керівник:  
канд. екон. наук, доцент Конєва Т. А.

Рецензент:  
канд. екон. наук, доцент Нетудихата К.  
Л.

Миколаїв 2020

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Кожне підприємство, яке прагне зростання добробуту власників, має на меті зменшення середньозваженої вартості капіталу. Це один із вартісно-орієнтованих показників, який зумовлюється обсягом та структурою фінансових ресурсів, а також ціною їх залучення. Впливаючи так чи інакше на дані чинники, суб'єкт господарювання спроможний забезпечити власну інвестиційну привабливість, розширити обсяг фінансування та забезпечити подальший розвиток.

Незважаючи на численні наукові доробки, однозначної відповіді на те, якою має бути структура фінансових ресурсів, що мінімізує середньозважену вартість капіталу, досі не існує. Правильне рішення залежить від багатьох екзогенних та ендогенних чинників, пов'язаних із конкретним суб'єктом господарювання. Оптимізація складу пасивів можлива лише на основі аналізу динамічних рядів вибраних підприємств протягом минулих періодів. Виявлення впливу тієї чи іншої структури капіталу на його середньозважену вартість дасть змогу в перспективі встановити найбільш сприятливе значення.

Серед вітчизняних економістів проблемою управління фінансовими ресурсами підприємств та структурою капіталу займалися В.О. Золотаренко, О.С. Богма, А.С. Павлова. Обґрунтуванням сутності та важливості розробки фінансової політики в сучасних економічних умовах провадження діяльності займаються такі економісти як Т. М. Сторожук та Д.Є. Сторожук. Особливостям політик фінансування приділяли увагу Л.В. Пельтек, С.О. Єрмак.

Проблемами формування фінансових ресурсів, оцінки їх вартості та вплив на вартість капіталу в своїх працях займалися Д. Дюран, Ф. Модільяні та М. Міллер, Г. Дональдсон, А. Дамодаран, О. Терещенко, О. Мілінчук, Шим Дж. К. та Сігел Дж. Г. та багато інших науковців. Їх дослідження розкриваються в відомих концепціях структури капіталу, оцінках впливу джерел фінансування на вартість капіталу, його складових та підприємства в цілому. Ці наукові доробки є необхідною теоретичною базою для дослідження обраної проблематики магістерської роботи.

У зв'язку з цим, проблема, на вирішення якої спрямоване дослідження, є визначення впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу підприємств галузі виробництва безалкогольних напоїв та мінеральних вод України.

Ринок безалкогольних напоїв та мінеральних вод активно розвивається як в світі так і в Україні, основними стимулами в нашій країні виступають поширення здорового способу життя та спорту, стрімке погіршення якості води централізованого постачання, стабілізація економічної сфери та підвищення доходів населення. Загалом ринок України, в порівнянні з ринком Європи та США лише на етапі свого становлення та має досить високі перспективи до розвитку та отримання високих прибутків.

Гіпотеза дослідження: якщо виявити вплив політики фінансування підприємств на середньозважену вартість капіталу, можливо розробити систему заходів, які допоможуть оптимізувати вартість капіталу, при цьому домогтися фінансової стабільності, високої рентабельності та інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання.

Метою магістерського дослідження є виявлення впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод України.

Для досягнення поставленої мети необхідно виконати наступні завдання:

- здійснити критичний огляд наукової літератури щодо існуючих підходів та концепцій до визначення сутності джерел фінансових ресурсів, провести аналіз теорій структури та вартості капіталу;
- розробити методологію процедури аналізу структури фінансових ресурсів, визначення вартості чистих активів та розрахунку середньозваженої вартості капіталу;
- на основі розробленої методології провести емпіричний аналіз впливу структури джерел фінансування на вартість капіталу обраних підприємств;

– здійснити інтерпретацію отриманих результатів та прогнозування структури фінансових ресурсів одного з підприємств з метою мінімізації вартості його капіталу;

– розробити рекомендації щодо зниження середньозваженої вартості капіталу аналізованих підприємств.

Об'єктом дослідження дипломної роботи є процес фінансування підприємства.

Предметом дослідження є теоретичні та практичні аспекти впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод.

В дипломній роботі використані такі методи дослідження: аналізу та синтезу (при дослідженні особливостей визначення політики фінансування та вартості капіталу); статистичний (при оцінюванні динаміки показників); структурний аналіз (при дослідженні структури пасивів підприємств); табличний метод (для наочного викладення систематизованої інформації щодо об'єкту дослідження); індукції та дедукції (при розробці рекомендацій щодо оптимізації вартості капіталу підприємств).

Інформаційною базою є фінансова звітність підприємств, дані Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України, дані Державної служби статистики України, Національного Банку України, науково-практичні та теоретико-методичні роботи вітчизняних і зарубіжних вчених, аналітичні статті, статистичні доробки А. Дамодарана.

Наукова новизна одержаних результатів. У магістерській роботі здійснено постановку й вирішення завдання виявлення впливу фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод України. При цьому, було отримано такі результати:

*удосконалено:*

– методологію визначення вартості власного капіталу підприємства, зокрема рівня премії за ризик, оцінюючи як альтернативу ставки по депозитам

для юридичних осіб та середній рівень рентабельності операційної діяльності різних галузей в якості об'єктів для інвестування.

*дістало подальшого розвитку:*

- процедура розрахунку витрат на формування чистих активів для вітчизняних підприємств, що стосується визначення безризикової ставки з урахуванням темпів інфляції;  $\beta$ -коефіцієнта, коригованого на рівень фінансового левериджу досліджуваного суб'єкта господарювання;

- оцінка впливу виду політики фінансування на середньозважену вартість капіталу, що підтвердила U-подібний зв'язок між значенням фінансового левериджу (борг/власний капітал) та WACC. Зокрема, було виявлено, що консервативна політика фінансування супроводжується найвищою вартістю капіталу, коли при агресивній політиці WACC у більшій мірі залежить від рівня автономності підприємства, найнижча вартість капіталу відмічена у підприємств з суперагресивною політикою фінансування;

- шляхи зменшення середньозваженої вартості капіталу підприємств за рахунок моделювання структури фінансових ресурсів, зменшення ступеню консервативності політики фінансування у плановому році; використання персоналізованих банківських продуктів; отримання цільового фінансування; підтримка кредитного іміджу підприємства; розробка плану розвитку підприємства та фінансової стратегії з визначеною політикою фінансування; налагодження взаємовигідних партнерських відносин з постачальниками.

Теоретичне значення роботи полягає у поглибленні теоретичних знань з питань впливу політики фінансування підприємств на значення показника середньозваженої вартості капіталу.

Практичне значення одержаних результатів. Проаналізовану структуру фінансових ресурсів підприємств, визначено політику фінансування, здійснено розрахунок середньозваженої вартості капіталу, на основі цього розглянуто вплив політики фінансування на вартість капіталу.

Очікуваний результат полягає у тому, щоб на основі фінансової звітності обраних для дослідження підприємств (ПрАТ «Миргородський завод

мінеральних вод», ПрАТ «Моршинський завод мінеральних вод «Оскар»», ПрАТ «Оболонь», ПрАТ «Фірма «Полтавпиво»», ПрАТ «Новомосковський завод мінводи»), визначити середньозважену вартість капіталу та політику фінансування для обраних підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод та виявити їх зв'язок.

Мотивацією в проведенні даного дослідження є зацікавленість у подальшому поглибленні знань з визначення структури, вартості фінансових ресурсів (середньозваженої вартості капіталу) підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод України, а також використання здобутих вмінь та навичок у майбутній практичній роботі.

Для досягнення поставлених завдань дослідження в першій главі наводиться огляд літератури та виявляються підходи до визначення сутності джерел фінансових ресурсів, аналіз теорій структури та вартості капіталу підприємств. Це створює основу для подальших досліджень в наступному розділі.

Друга глава присвячена методології визначення впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу, а саме розробка процедури аналізу структури фінансових ресурсів, визначення вартості чистих активів та розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Поетапна побудова методології дослідження дозволяє врахувати особливості розрахунку всіх складових для отримання кінцевого результату.

Третя глава – це емпіричний аналіз впливу структури джерел фінансування на вартість капіталу підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод.

У четвертій главі визначаються результати проведеного дослідження, здійснюється моделювання прогнозованої структури одного з підприємств та наводяться шляхи зменшення значення середньозваженої вартості капіталу.

Результати магістерського дослідження були опубліковані в двох статтях «Джерела фінансування підприємств переробної галузі» та «Вплив політики

фінансування на вартість власного капіталу підприємств» у фахових наукових збірках України загальним обсягом 1,06.

Структура та обсяг дипломної роботи. Дипломна робота складається зі вступу, чотирьох глав, висновків, списку використаних джерел із 72 найменувань та 5 додатків. Основний зміст роботи викладено на 72 сторінках тексту. Дипломна робота містить 2 рисунки та 47 таблиць.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИПЛОМНОЇ РОБОТИ МАГІСТРА

У вступі обґрунтовано актуальність теми дослідження, визначено мету, завдання, предмет та об'єкт дослідження, його методи та інформаційну базу, розкрито наукову новизну і практичне значення одержаних результатів.

У першій главі «Огляд літератури щодо ролі фінансових ресурсів у формуванні середньозваженої вартості капіталу підприємств», яка містить два пункти, наводяться сутність, типи та складові фінансових ресурсів, розглянуто та проаналізовано теорії структури та вартості капіталу.

Середньозважена вартість капіталу (WACC) являє собою суму вартостей всіх складових пасивів підприємства (чисті активи та зобов'язання), зважених на їхню частку у фінансових ресурсах за балансовою або ринковою вартістю. Взнявши, таким чином, середньозважене значення, ми можемо визначити, скільки відсотків компанія повинна платити за кожну грошову одиницю, якою вона фінансується.

Оскільки вартість капіталу - це дохід, який бажають отримати власники (або акціонери) і власники боргу, WACC вказує дохід, який можуть очікувати зацікавлені сторони (власники і кредитори). Іншими словами, WACC - це альтернативна вартість для інвестора, який бере на себе ризик інвестувати гроші в компанію. Керівники компаній часто використовують WACC для прийняття рішень, наприклад, для визначення економічної доцільності злиття і інших можливостей розширення. WACC - це ставка дисконтування, яка повинна використовуватися для грошових потоків з ризиком, аналогічним ризику всієї компанії.

Також WACC використовується як найпопулярніший метод для розрахунку ставки дисконтування задля оцінки динаміки зміни вартості організації при співставленні з рентабельністю активів, при оцінці EVA – реального економічного прибутку, який належить акціонерам після вирахування всіх операційних та фінансових витрат.

Основними фінансовими ресурсами підприємства є власний капітал, поточні та довгострокові зобов'язання. Частка того чи іншого фінансового ресурсу в забезпеченні активів підприємства формує певний вид політики фінансування.

Якщо казати про класичні види політик фінансування, то агресивна політика характеризується покриттям за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань необоротних активів та лише невеликої частки оборотних активів, все інше фінансується короткостроковими запозиченнями. Даний підхід достатньо ризиковий, він несе загрозу фінансовій стійкості та платоспроможності компанії, високе боргове навантаження може стати причиною банкрутства підприємства. В той же час дана політика є найбільш рентабельною через мінімальне залучення власних коштів у фінансуванні операційної діяльності. Протилежний вплив справляє консервативна політика фінансування.

В існуючих дослідженнях присутні різні підходи щодо визначення ступеню впливу фінансових ресурсів на WACC, дані підходи знаходять свій прояв в сформованих теоріях структури капіталу. Найбільш розповсюдженими та популярними є статичні теорії, що ґрунтуються на визначенні оптимальної структури капіталу та виборі політики діяльності та фінансування, виходячи з її оптимізації.

Давід Дюран є автором теорій чистого прибутку та чистого операційного прибутку. Головним висновком теорії чистого прибутку є, що зі збільшенням фінансового важелю значення WACC зменшується і навпаки.

Теорія чистого операційного прибутку полягає в тому, що середньозважена вартість капіталу підприємства є постійною і структура



фінансування на неї не впливає. Нарощування ж позичкового капіталу впливає на вартість власного капіталу в результаті підвищення очікуваної дохідності інвестора в результаті підвищення боргового тиску. В подальшому ідеї Д. Дюрана стали підґрунтям розвитку традиційної теорії капіталу.

Незважаючи на існуючі дослідження, відкритим залишається питання, яким чином сформована консервативна (помірна, агресивна) політика фінансування сприяє зростанню або зменшенню середньозваженої вартості капіталу.

У другій главі «Методологія визначення впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу», що складається з трьох пунктів, обґрунтовано порядок та процедуру проведення дослідження.

Здійснена розробка процедури аналізу структури капіталу, визначення часток та динаміки його складових: власного капіталу, довгострокових та поточних зобов'язань, важливим показником є частка нерозподіленого прибутку у власному капіталі, та доля кредиторської заборгованості в поточних зобов'язаннях.

Як головний критерій розподілу на види політик фінансування (консервативна, помірна, агресивна чи суперагресивна) виступила частка оборотних активів, яка фінансується за рахунок власного оборотного капіталу.

Розроблена методика визначення вартості складових фінансових ресурсів підприємств (власного та позичкового капіталу) для подальшого розрахунку середньозваженої вартості капіталу та оцінки впливу на неї політики фінансування.

Вартість власного капіталу визначено за допомогою найбільш розповсюдженої САМР-моделі, яка ґрунтується на поєднанні двох компонентів, що визначають очікувану дохідність інвестора: безризикова ставка дохідності ( $R_f$ ) і премія за ризик інвестування в акціонерний капітал (ERP).

В основу розрахунку вартості власного капіталу покладено річний відсоток за довгостроковими казначейськими облігаціями (Long Term Treasury Bonds) США в якості безризикової ставки, яка в свою чергу, була трансформована з

урахуванням темпів інфляції в Україні та США за досліджуваний період.

$\beta$ -коефіцієнт відповідно до обраної галузі та з урахуванням типу вітчизняного ринку було визначено згідно рекомендацій А. Дамодарана з корекцією на фінансовий важіль досліджуваного підприємства та рівень оподаткування прибутку в Україні.

Було оцінено два варіанти встановлення потенційного рівня доходності на ринку України, в тому числі: ставки по депозитах у вітчизняній валюті та середній рівень рентабельності операційної діяльності різноманітних сфер діяльності. Для розрахунку Equity Risk Premium було обрано останній варіант.

В основу розрахунку вартості боргу було покладено інформацію наведену в фінансовій звітності, а саме фінансові витрати, що були поділені на суму заборгованості підприємства.

Середньозважена вартість капіталу (WACC) являє собою суму вартостей всіх складових пасивів підприємства (чисті активи та зобов'язання), зважених на їхню частку у фінансових ресурсах за балансовою вартістю.

У третій главі «Емпіричний аналіз впливу структури джерел фінансування на вартість капіталу», згідно обраної методології, здійснено безпосередній аналіз впливу політики фінансування підприємств на середньозважену вартість капіталу.

Для аналізу в роботі було обрано 5 підприємств галузі виробництва питної води: ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод», ПрАТ «Моршинський завод мінеральних вод «Оскар»», ПрАТ «Оболонь», ПрАТ «Фірма «Полтавпиво»», ПрАТ «Новомосковський завод мінводи».

Оцінка структури капіталу ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод» дала такі результати: даний суб'єкт господарювання характеризується високим рівнем автономності, в 2018 році показник склав 91,43%. Суб'єкт господарювання незначним чином залежить від поточної заборгованості. Найбільшу долю в поточній заборгованості має кредиторська заборгованість за товари роботи та послуги - 68,64%. З огляду на аналіз структури капіталу підприємства можна зробити висновок, що компанія реалізує консервативну

політику фінансування діяльності. Так, у 2018 р. частка ВОК в оборотних активах підприємства складає 80,22%

Здійснено розрахунок вартості власного капіталу. Зокрема, визначення безризикової ставки з урахування інфляційних процесів наведено в табл. 1.

Таблиця 1

## Складові для розрахунку безризикової ставки, %

Показник	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Облігації США (10-річні)	3,04	2,17	2,27	2,45	2,41	2,68
Інфляція в США	1,46	1,62	0,12	1,26	2,13	2,44
Інфляція в Україні	0,5	24,9	43,3	12,4	13,7	9,8
Rf	2,07	25,58	46,38	13,72	14,01	10,06

На стан економіки в Україні значно впливають політичні дисбаланси, що й стали причиною потужного інфляційного витка в 2014-2015 рр. та спричинили найбільше значення безризикової ставки за весь період аналізу.

Наступним розрахованим компонентом є  $\beta$ -коефіцієнт, його визначення здійснено з урахуванням фінансового левериджу підприємства за методологією А. Дамодарана (табл. 2).

Таблиця 2

Розрахунок  $\beta$ -коефіцієнту ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод»

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Галузева бета	0,77	1,06	0,47	0,39	0,34
2	Податкова ставка,%	18	18	18	18	18
3	Борги/ВК	15,40	5,17	8,55	36,84	9,37
4	Бета підприємства	0,87	1,10	0,50	0,51	0,37

Найбільше перевищення значення коефіцієнту підприємств над галузевим помітно в 2017 році, коли рівень фінансового важелю є найбільшим. В 2015 кризовому році рівень розриву не значний, адже підприємство скоротило фінансування за рахунок залученого капіталу та віддало перевагу більш надійному джерелу – власному капіталу.

На українському фінансовому ринку склалися умови, за яких ставка по депозитам для господарюючих суб'єктів переважно нижча за розраховану

безризикову ставку тому в якості рівня альтернативної дохідності інвестора використано середній рівень рентабельності операційної діяльності (табл. 3).

Таблиця 3

## Середній рівень рентабельності операційної діяльності обраних галузей

Роки	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Сільське господарство	11,3	20,6	41,7	32,4	22,4	17,9
Добувна промисловість	12,5	21,4	-	16,7	34	22,8
Торгівля	10,2	-	-	15,8	18,8	23,7
Виробництво основних фармацевтичних продуктів	15,2	-	-	15,7	16,5	-
Інформація та телекомунікації	11,8	-	-	-	-	-
Професійна діяльність	-	-	-	17,6	19,4	-
Операції з нерухомістю	-	-	-	-	-	17,8
Середній відсоток рентабельності по галузях	12,20	21,00	41,70	19,64	22,20	20,55
Rf	2,07	25,58	46,38	13,72	14,01	10,06

Найбільші показники рентабельності за весь аналізований період демонстрували сільське господарство, добувна промисловість та торгівля.

З таблиці видно, що в 2014-2015 рр., у розпал фінансової кризи в Україні, жодний із видів діяльності не продемонстрував рівень операційної рентабельності, вищий за безризикову ставку, тому в ці роки значення втрат на формування власного капіталу буде відповідати рівню Rf-ставки.

Розрахунок вартості власного капіталу наведено у табл. 4.

Таблиця 4

## Розрахунок витрат на залучення власного капіталу

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Rf	25,58	46,38	13,72	14,01	10,06
2	b-коефіцієнт	0,87	1,10	0,50	0,51	0,37
3	Рівень доходності на ринку	21,00	41,70	19,64	22,20	20,55
4	ERP (р. 3 – р. 1)	25,58	46,38	5,92	8,19	10,49
5	Re (р. 1 + р. 2* р. 4)	25,58	46,38	16,70	18,17	13,90

Динаміка змін розрахованого показника підприємств галузі за проаналізований період є досить різкою, особливо помітні коливання в період фінансової нестабільності в країні.

Витрати на залучення боргу мають іншу тенденцію (табл. 5).

## Розрахунок вартості позичкового капіталу підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Позичковий капітал	30596	11925	21608	80365	24144
2	Фінансові витрати	212	393	405	128	0
3	Ставка відсотка за кредит, % (р.2/р.1)	0,69	3,30	1,87	0,16	0,00
4	Податок на прибуток, %/100	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
5	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії, % (р.3*(1-р.4))	0,57	2,70	1,54	0,13	0,00

Найбільша вартість залучення позичкового капіталу була характерна для 2015 р. - 2.70%. В 2018 році витрати на залучення капіталу дорівнювали 0.

Результати розрахунку для ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод» на основі розробленої методології наведені в табл. 6.

## Розрахунок WACC підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Частка ВК у пасивах	86,66	95,08	92,13	73,08	91,43
2	Вартість ВК	25,58	46,38	16,70	18,17	13,90
3	Частка боргів у пасивах	13,34	4,92	7,87	26,92	8,57
4	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії	0,57	2,70	1,54	0,13	0,00
5	WACC (р.1*р2+р3*р.4)	22,24	44,23	15,50	13,31	12,71

Закономірно, що WACC підприємства є максимальним в період фінансової кризи 44,23 – 2015р., проте і в інші роки залишається досить високим через привалювання коштовного власного капіталу. Значення середньозваженої вартості капіталу ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод» в 2018 р. за досліджуваний період було мінімальним – 12,71%, не зважаючи на те, що найменша доля найбільш коштовного джерела фінансування – власного капіталу спостерігається в 2017 р.

Отже, ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод» в результаті проведення консервативної політики фінансування діяльності, з високою

часткою власного капіталу, характеризується високою середньозваженою вартістю капіталу.

У ПрАТ «Моршинський завод мінеральних вод «Оскар»» в структурі капіталу підприємства переважає власний капітал – 77,88% у 2018 р. Позиковий капітал складено із поточних зобов'язань. Наразі, кредиторська заборгованість фірми складає 80,20% поточних боргів, і найбільшу частку в кредиторській заборгованості посідають зобов'язання за внутрішніми розрахунками – 54,56%.

Політика фінансування за досліджуваній період змінювалася від консервативної до агресивної. В 2015 році в період консервативної політики за рахунок ВОК підприємство фінансувало 82% оборотних активів, даний рік відзначився найбільшою часткою власного капіталу та найменшою долею поточних зобов'язань. З 2016 р. підприємство проводить агресивну політику фінансування.

Розраховане значення WACC для підприємства зафіксовано в табл. 7.

Таблиця 7

## Розрахунок WACC підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Частка ВК у пасивах (%)	83,61	93,08	75,55	70,63	77,88
2	Вартість ВК	25,58	46,38	17,24	18,29	14,46
3	Частка боргів у пасивах (%)	16,39	6,92	24,45	29,37	22,12
4	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії	2,10	3,31	0,21	0,16	0,00
5	WACC (р.1*р2+р3*р.4)	21,73	43,40	13,08	12,97	11,26

В 2015 році показник WACC набув максимального значення за досліджуваній період - 43,4%. Вже в 2016 році показник становив 13,08% і в подальших роках набув тенденції до зменшення, позитивно відзначилось збільшення долі більш дешевої складової – позичкового капіталу.

На відміну від попередніх фірм, підприємство ПрАТ «Оболонь» характеризується значним ступенем фінансової залежності. Самим скрутним у цьому плані роком для підприємства був 2015 р., коли доля власного капіталу в пасивах складала лише 1,04%, непокриті збитки перевищили власний капітал в

1,14 рази. На власний капітал у 2018 припадає лише 34,08% пасивів підприємства. До того ж фірма повністю була залежна від поточних зобов'язань, і переважна частка в них належить кредиторській заборгованості – 84,84%. Задля покращення фінансової ситуації, підприємство почало більш активно використовувати довгострокові зобов'язання, частка яких у 2018 р. склала 21,23%. Компанія реалізує суперагресивну політику фінансування. Вона є фінансово залежною, має від'ємний ВОК, що означає що всі оборотні активи, а також частина необоротних, фінансуються за рахунок поточних зобов'язань.

Незважаючи на суперагресивну політику фінансування середньозважена вартість капіталу підприємства є значно нижчою в порівнянні з попередньо проаналізованими підприємствами. Адже найбільша доля припадає на більш дешевше джерело для підприємства – борги (табл. 8).

Таблиця 8

## Розрахунок WACC підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Частка ВК у пасивах	14,79	1,04	28,60	36,26	34,08
2	Вартість ВК	25,58	46,38	22,20	21,81	19,28
3	Частка боргів у пасивах	85,21	98,96	71,40	63,74	65,92
4	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії	5,93	7,91	11,36	5,88	5,60
5	WACC ( $p.1 * p.2 + p.3 * p.4$ )	8,83	8,31	14,46	11,66	10,27

Найменше значення WACC зафіксовано в 2015 р. в результаті максимального значення частки боргових зобов'язань в пасивах. Варто відмітити, що максимальне значення середньозваженої вартості капіталу – 14,46% відповідає 2016 р. в результаті найбільшої вартості залученого капіталу.

Підприємство «Фірма «Полтавпиво»» фінансує свою діяльність переважно за рахунок власного капіталу та залишається автономною протягом всього періоду. В 2018 році частка власного капіталу склала 62,02%. Найбільшу долю в поточній заборгованості має кредиторська заборгованість – 82,67%.

«Фірма «Полтавпиво»» реалізує агресивну політику фінансування протягом всього досліджуваного періоду. Частка оборотних активів, що

фінансується за рахунок власних оборотних коштів, за досліджуваний період не перевищувала 35,52% (2015 р.). Дана політика фінансування поєднується із достатньо високим рівнем автономності.

Середньозважена вартість капіталу ПрАТ «Фірма «Полтавпиво»» була максимальною в 2015 р. через значну частку власного капіталу, на вартість якого вплинув розпал кризових явищ в Україні (табл. 9).

Таблиця 9

## Розрахунок WACC підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Частка ВК у пасивах	68,85	70,75	59,32	53,56	62,02
2	Вартість ВК	25,58	46,38	18,07	19,48	15,42
3	Частка боргів у пасивах	31,15	29,25	40,68	46,44	37,98
4	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії	6,35	6,39	4,04	3,88	4,69
5	WACC ( $p.1 * p.2 + p.3 * p.4$ )	19,59	34,68	12,36	12,23	11,34

В наступні 2016-2018 рр. вартість капіталу фірми була відносно стабільна та коливалася в межах 12%.

ПрАТ «Новомосковський завод мінводи» характеризується від'ємним власним капіталом, починаючи з 2016 року, через значні непокриті збитки, що значно перевищили власний капітал та перетягнули суму першої статті балансу в мінус. З 2017 року поточні зобов'язання своїм обсягом перевищили загальну суму пасивів підприємства. Найбільшу їх частку формує кредиторська заборгованість за товари роботи та послуги в 2018 – 97,55%.

З 2016 р. сума непокритого збитку підприємства 4 перевищила власний капітал в 9,5 разів і як результат проводить агресивну та суперагресивну політику.

Від'ємне значення вартості власного капіталу в 2016-2018 рр. унеможлиблює прийняття його в розрахунки, тому WACC в ці роки визначається лише вартість залучення боргового фінансування, проте саме в ці роки підприємство не понесло жодних фінансових витрат, що і зумовило значення середньозваженої вартості капіталу на рівні 0 (табл. 10).



## Розрахунок WACC підприємства

Рядок	Показник	Роки				
		2014	2015	2016	2017	2018
1	Частка ВК у пасивах	0,06	0,05	-0,02	-0,15	-0,14
2	Вартість ВК	25,58	46,38	-	-	-
3	Частка боргів у пасивах	0,94	0,95	0,10	1,15	1,14
4	Ставка % за кредит з урахуванням податкової економії	0,00	0,11	0,01	0,00	0,00
5	WACC (p.1*p2+p3*p.4)	1,66	2,28	-	-	-

Отже, за результати проведеного дослідження можна зробити висновки, що консервативна політика, за якою майже всі активи фінансуються за рахунок власного капіталу, спричинює високе значення WACC. Впровадження агресивної та суперагресивної політики призводить до зменшення значення середньозваженої вартості капіталу, проте слід розуміти та оцінювати ризики які несуть за собою дві останні політики фінансування.

У четвертій главі «Результати дослідження та розробка рекомендацій з мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємств» систематизуються результати проведений досліджень та розробляються рекомендації щодо зменшення вартості капіталу підприємств. Здійснено прогнозування та моделювання структури капіталу для «ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод».

Дане підприємство обрано для аналіз у зв'язку з найбільшим значенням середньозваженої вартості капіталу та провадження консервативної політики. Суб'єкт господарювання використовує для фінансування діяльності переважно власний капітал та невелику частку поточних зобов'язань (в основному кредиторська заборгованість), що обумовлює необхідність проведення заходів із зменшення вартості капіталу.

Отже, в рамках прогнозування розроблено 7 варіантів структур капіталу з метою виявлення її впливу на середньозважену вартість (табл. 11).

## Моделювання структури капіталу та політики фінансування

№	Показник	Варіанти структури						
		1	2	3	4	5	6	7
1	Пасиви	302639	302639	302639	302639	302639	302639	302639
2	ВК/П	87,67	79,3	69,39	62,78	51,22	46,26	42,96
3	ДЗ/П	0,01	9,13	12,44	12,44	12,43	16,52	16,52
4	ПЗ/П	12,32	11,57	18,17	24,78	36,35	37,22	40,52
5	КЗ/ПЗ	44,47	77,14	72,73	73,33	72,73	70,14	70,12
6	(ВОК/ОА)*100	70,25	72,06	56,09	40,13	12,19	10,08	10,08
7	Політика фінансування	К	К	П	П	А	А	А

Результати проведеного прогнозування відображені на рис. 1, що демонструє підтвердження теорії структури капіталу, що базується на U-подібній залежності джерел фінансування та вартості капіталу.

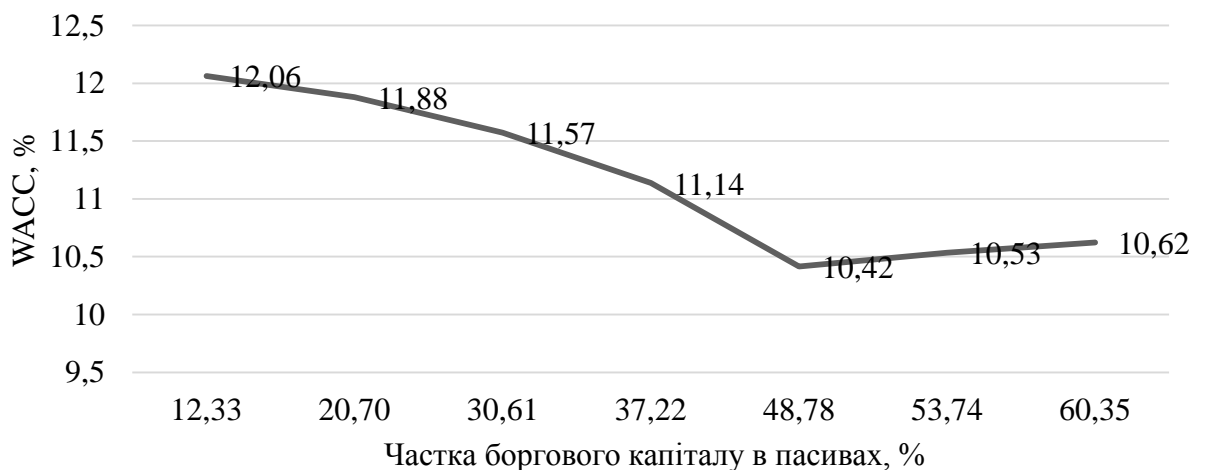


Рис.1. Графік залежності WACC від структури капіталу підприємства

Побудова різних варіантів фінансування підприємства дала змогу визначити, що найоптимальнішою структурою є фінансування діяльності в такому співвідношенні:

- 36,35% за рахунок поточних зобов'язань, з яких 72,73% це кредиторська заборгованість;
- 12,44% за рахунок довгострокових зобов'язань;
- 51,22% за допомогою власного капіталу.

Дана структура формує агресивну політику фінансування (частка ВОК в ОА складає 12,19%), при досить низькому значенні WACC – 10,42% та мінімально необхідним нормативом автономності підприємства, що створює певний запас міцності.

Отже проведені дослідження дали змогу розробити ряд рекомендацій направлених на зменшення середньозваженої вартості капіталу:

- використання боргового капіталу. Залучення банківських кредитів дає змогу отримати податкову економію, що проявляється в дії ефекту фінансового левериджу. Крім того задля зменшення ризиків найкращий варіант залучення позики - в залежності від активу, на який це фінансування спрямовано: довгострокові активи краще фінансувати довгостроковими кредитами, незважаючи на те, що ставка по ним зазвичай вище;

- використання персоналізованих банківських продуктів. Дані послуги можуть відрізнятися більш дешевою вартістю, наприклад, фінансування тимчасових касових розривів на невеликі терміни та з меншою відсотковою ставкою за умови погашення до певного терміну та інше;

- модельний розрахунок оптимальної структури капіталу методом мінімізації середньозваженої вартості капіталу, що дозволить віднайти такий варіант структури, що забезпечить найоптимальнішу структуру капіталу при прийнятних рівнях ризику для підприємства;

- налагодження кредитного іміджу підприємства як перед фінансовими установами так і перед постачальниками, що полегшує нарощення позикового капіталу та дає змогу більш активно диктувати вигідні для підприємства умови співпраці та уникати значних перешкод до утримання фінансування.

- отримання цільового фінансування; активне використання кредиторської заборгованості; узгодження цілей та бачення стратегії розвитку та стилю управління фінансових менеджерів та власників підприємства; об'єднання підприємств шляхом створення холдингу; використання можливості отримання емісійного доходу (ажіо); емісія переважно простих акцій; емісія цінних паперів через РРО.

Отже, наведені рекомендації здатні зменшити середньозважену вартість капіталу підприємства, проте за їх реалізації першочергово необхідно здійснити аналіз можливих ризиків та відповідності їх до стратегії розвитку підприємства.

## ВИСНОВКИ

Отримані результати магістерського дослідження надають змогу зробити наступні висновки теоретико-практичного характеру та запропонувати такі рекомендації для підприємств галузі виробництва безалкогольних напоїв та мінеральних вод України

1. Огляд наукової літератури дозволив виявити та проаналізувати особливості підходів та концепцій до визначення сутності фінансових ресурсів, розрахунку вартості основних джерел фінансування, в особливості власного капіталу та позикового капіталу, середньозваженої вартості капіталу, поглядів до класифікації та оцінки політик фінансування діяльності підприємствами. Проаналізовані різні погляди на проблему впливу структури капіталу на WACC підприємства.

2. Була здійснена розробка методології аналізу структури фінансових ресурсів, розрахунку їх вартості та середньозваженої вартості капіталу. Здійснено визначення політик фінансування підприємств на основі головного критерію – частки власних оборотних коштів в оборотних активах, що дало змогу класифікувати такі основні види фінансування: консервативна (найбільша частка в фінансуванні припадає на власний капітал та довгострокові зобов'язання, ВОК фінансує понад 60% ОА), помірна (від 40% до 59%), агресивна (менше 40%) та суперагресивна політика. Більшість підприємств вдавалися до агресивної політики фінансування.

3. При розрахунку WACC найбільша кількість різних підходів та проблем характерна при визначенні вартості власного капіталу. В роботі за основу її розрахунку покладено САМР-модель. Рівень безризикової ставки був визначений на основі відсотку за 10-річними облігаціями уряду США з коректуванням на рівень інфляції в країнах (Україна, США) з метою

приближення ставки до реалій економіки України. Бета-коефіцієнт, що є самим дискусійним питанням серед науковців, визначений за методикою А. Дамодарана з коректуванням на рівень фінансового важелю кожного підприємства, в якості премії за ризик використаний середній рівень доходності за операційною діяльністю підприємств України різних галузей, що перевищують безризиковий рівень. Даний показник був обраний у зв'язку з недостатньою доходністю класичної альтернативи інвестора – депозиту.

4. Проведений емпіричний аналіз впливу політики фінансування на середньозважену вартість капіталу показав такі результати: вартість власного капіталу на українському ринку досить висока, і не зважаючи на це підприємства все одно активно залучають його до фінансування, що, в першу чергу, зумовлено нестабільністю зовнішнього середовища. В позичкових коштах найбільша доля відводиться фактично безкоштовній кредиторській заборгованості, підприємства намагаються якомога менше залучати до фінансування діяльності кредити, як довгострокові так і короткострокові. Дана ситуація обумовлена високою вартістю кредиту, складністю отримання фінансування від банків. Відмовляючись від такого фінансування підприємства втрачають отримати вигоду від дії фінансового левериджу.

В результаті аналізу виявлено, що переважна більшість проаналізованих підприємств реалізує агресивну політику фінансування, при чому з достатнім рівнем автономності. Виявлена певна залежність між типом політики фінансування та значенням вартості капіталу. Проведення консервативної політики фінансування супроводжується високою середньозваженою вартістю, через превалювання коштовного власного капіталу. Агресивна ж політика демонструє деяке зменшення WACC, проте тут значно впливає за якого рівня автономності ця політика реалізується: при високому рівні автономності значення WACC досить близьке до значення як при консервативній політиці, при активному залученні позикових коштів спостерігається тенденція зменшення вартості капіталу.

5. Проведено прогнозування та моделювання структури капіталу для ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод». При модельному розрахунку структури, при якій досягається найменша вартість капіталу були встановлені умови щодо рівня кредиторської заборгованості в поточних зобов'язаннях, активне використання підприємством як короткострокових, так і довгострокових банківських кредитів. В результаті отримано підтвердження U-подібної залежності між вартістю капіталу та часткою залучених коштів. Найменший рівень вартості капіталу досягнуто при агресивній політиці фінансування з достатнім рівнем автономності.

6. Визначено шляхи зменшення середньозваженої вартості капіталу підприємств за рахунок моделювання структури фінансових ресурсів, зменшення ступеню консервативності політики фінансування у плановому році; використання персоналізованих банківських продуктів; отримання цільового фінансування; активне використання кредиторської заборгованості; підтримка кредитного іміджу підприємства; розробка плану розвитку підприємства та фінансової стратегії з визначеною політикою фінансування; налагодження взаємовигідних партнерських відносин з постачальниками.

#### СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДОСЛІДЖЕННЯ:

1. Конєва Т. А., Семененко Г. М. Джерела фінансування підприємств переробної галузі. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. Серія : Економіка і менеджмент. 2019. Вип. 38. С. 60-65.

2. Конєва Т. А., Семененко Г. М. Вплив політики фінансування на вартість власного капіталу підприємств. *Збірник наукових праць «Проблеми системного підходу в економіці»*. 2019. Вип. 6 (74). Ч.3. С. 71-78

## АНОТАЦІЯ

Семененко Г. М. Роль структури фінансових ресурсів у формуванні середньозваженої вартості капіталу підприємств. – Рукопис.

Магістерська робота на здобуття освітнього ступеня магістра за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування» – Чорноморський національний університет імені Петра Могили, Миколаїв, 2020.

Дипломна робота присвячена виявленню впливу структури фінансових ресурсів на середньозважену вартість капіталу підприємств виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод України.

У рамках поставленої мети, в даному дослідженні були: здійснений критичний огляд наукової літератури щодо визначення сутності джерел фінансових ресурсів, теорій структури та вартості капіталу.

Удосконалено методологію визначення вартості власного капіталу підприємства, зокрема рівня премії за ризик, оцінюючи як альтернативу ставки по депозитам для юридичних осіб та середній рівень рентабельності операційної діяльності різних галузей в якості об'єктів для інвестування.

Проведено розробку процедури розрахунку витрат на формування чистих активів для вітчизняних підприємств, що стосується визначення безризикової ставки з урахуванням темпів інфляції;  $\beta$ -коефіцієнта, коригованого на рівень фінансового левериджу досліджуваного суб'єкта господарювання.

Здійснена оцінка впливу виду політики фінансування на середньозважену вартість капіталу підтвердила U-подібний зв'язок між значенням фінансового левериджу (борг/власний капітал) та WACC. Зокрема, встановлено, що консервативна політика фінансування супроводжується найвищою вартістю капіталу, коли при агресивній політиці WACC у більшій мірі залежить від рівня автономності підприємства, найнижча вартість капіталу відмічена у підприємств з суперагресивною політикою фінансування.

Розроблений ряд рекомендацій щодо зменшення WACC підприємств, зокрема, за рахунок моделювання структури фінансових ресурсів, зменшення ступеню консервативності політики фінансування у плановому році; використання персоналізованих банківських продуктів; отримання цільового фінансування;

розробка плану розвитку підприємства з визначеною політикою фінансування; налагодження взаємовигідних відносин з постачальниками.

Ключові слова: власний капітал, зобов'язання, консервативна (помірна, агресивна) політика фінансування, безризикова ставка,  $\beta$ -коефіцієнт, премія за ризик інвестування, фінансові витрати, середньозважена вартість капіталу.

#### ANNOTATION

Semenenko H. M. The Role of the Financial Resources' Structure in the Formation of Enterprises' Weighted Average Cost of Capital. – Manuscript.

The thesis for the Master degree in Specialty 072 "Finance, Banking and Insurance" – Petro Mohyla Black Sea National University, Mykolaiv, 2020.

The thesis is devoted to identifying the impact of the financial resources structure on the weighted average cost of capital of enterprises, which produce soft drinks and mineral waters in Ukraine.

In the framework of the defined goal a critical review of the scientific literature, existing approaches and concepts to determine the sense of financial sources, theories of structure and cost of capital were carried out in this study.

The methodology for determining the value of an enterprise's equity has been improved, including the level of risk premium, based on two alternatives – the corporate deposit rate and the average level of operating activities profitability in various industries – as investment objects.

The procedure for calculating the cost of net assets formation for domestic enterprises was elaborated, concerning the determination of the risk-free rate taking into account the inflation rate;  $\beta$ -coefficient adjusted for the financial leverage of the researched entity.

The assessment of the impact of the financing policy on the weighted average cost of capital confirmed the U-shaped relationship between the value of financial leverage (debt / equity) and the WACC. In particular, it has been found that a conservative financing policy is accompanied by the highest cost of capital when, in the case of an aggressive policy, WACC more depends on the level of the enterprise autonomy, the lowest cost of capital is observed at enterprises with a superaggressive financing policy.



A number of recommendations for reducing the WACC were developed, in particular, by modeling the structure of financial resources; reducing the degree of conservativeness of the policy in the planned year; use of personalized banking products; obtaining targeted financing; improving the enterprise's development plan with defined financing policy; establishing mutually beneficial relationships with suppliers.

Key words: equity, liabilities, conservative (moderate, aggressive) financing policy, risk-free rate,  $\beta$ -coefficient, equity risk premium, financial costs, weighted average cost of capital.