

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА

ХИЖИНСЬКА МАРІЯ АНДРІЇВНА

Допускається до захисту:
завідувач кафедри фінансів та
банківської справи,
д-р екон. наук, професор
О. А. Лактіонова
«___» _____ 20__ р.

**УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ ТА ЙОГО
ОПТИМІЗАЦІЯ**

Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування
ОП «Фінанси, банківська справа та страхування»

Кваліфікаційна (магістерська) робота
(відповідно до стандарту спеціальності та ОП)

Науковий керівник:
О. А. Лактіонова, зав. кафедри
фінансів і банківської справи,
док. екон. наук, професор

(підпис)

Оцінка: _____ / _____ / _____
бали / за шкалою ЕКТС / за національною шкалою

Голова ЕК: _____
(підпис)

Вінниця 2021

АНОТАЦІЯ

Хижинська М. А. Управління фінансовим капіталом корпорації та його оптимізація. Спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування», Освітня програма «Фінанси, банківська справа та страхування». Донецький національний університет імені Василя Стуса, Вінниця, 2021.

У кваліфікаційній роботі досліджено теоретичні засади управління фінансовим капіталом корпорацій. Вдосконалено концепцію механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні. Здійснено компаративний аналіз структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах, а також аналіз чинників оптимізації та їх вплив на структуру капіталу корпорацій в Україні. Вдосконалено модель оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку. Розраховано модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації із врахуванням податків. Визначено вектори оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації.

Ключові слова: фінансовий капітал, власний капітал, структура фінансового капіталу, фінансова стійкість, ринкова вартість.

94 с., 31 табл., 28 рис., 2 дод., 60 джерел.

Khyzhynska M. Management of financial capital of the corporation and it's optimization. Specialty 072 "Finance, banking and insurance", Educational Program "Finance, Banking and Insurance". Vasyl` Stus Donetsk National University, Vinnytsia, 2021.

The theoretical bases of financial capital management of corporations are investigated in the qualification work. The concept of the corporation's financial capital management mechanism in Ukraine has been improved. A comparative analysis of the structure and factors of optimization of financial capital of corporations in Ukraine and developed countries, as well as an analysis of optimization factors and their impact on the capital structure of corporations in Ukraine. The model of valuation of the corporation's equity in the conditions of

inefficient financial market has been improved. The model of optimization of the financial capital structure of the corporation taking into account taxes is calculated. The vectors of optimization of the financial capital management system of the corporation are determined.

Key words: financial capital, equity, structure of financial capital, financial stability, market value.

94 pp., 31 tabl, 28 fig, 2 application, 60 items.



ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ.....	10
1.1.Економічна сутність фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та його складові.....	10
1.2.Концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні.....	22
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ.....	29
2.1.Компаративний аналіз структури фінансового капіталу корпорацій в Україні та розвинутих країнах.....	29
2.2. Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні.....	36
2.3 Аналіз структури і ефективності управління фінансовим капіталом ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен».....	40
РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ ПРАТ «ВІННИЦЬКА КОНДИТЕРСЬКА ФАБРИКА «РОШЕН».....	64
3.1.Модель оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку.....	64
3.2 Модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації із врахуванням податків.....	68
3.3 Рекомендації щодо забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації у стратегічній перспективі.....	73
ВИСНОВКИ.....	82
СПИСОК ДЖЕРЕЛ.....	86
ДОДАТКИ.....	92

ВСТУП

Актуальність. Структура фінансового капіталу корпорації являє собою співвідношення власних і позикових фінансових коштів, які використовує корпорація в процесі своєї господарської діяльності. В сучасному бізнесі від структури фінансового капіталу корпорації залежить ефективність залучення ресурсів, якість їх використання, фінансові результати та рівень платоспроможності фірми. Галузева специфіка підприємства визначає напрямки залучення та вектори використання фінансового капіталу, а ефективність побудови бізнес-процесів формує загальну результативність функції структури фінансового капіталу корпорації в фінансовому управлінні.

Теоретична складова актуальності дослідження підходів до управління фінансовим капіталом корпорації та його оптимізації визначається потребою пошуку науково-методичних теоретичних принципів, прийомів та методів, що дозволять фінансовому керівництву підприємства оптимізувати процес управління фінансовими ресурсами корпорації в стратегічній перспективі. Сучасна палітра фінансової науки дозволяє активно розвивати теоретичні дослідження в цій сфері.

Структура фінансового капіталу корпорації визначає ефективність управління бізнесом, а оскільки на українському ринку наявні кризові макроекономічні явища, слід ретельно розробляти механізми фінансування фінансового капіталу корпорації. Зокрема, за 3 квартали 2020 року понад 34,8% загальної чисельності підприємств в Україні отримали фінансовий збиток, при цьому найбільша частка збиткових підприємств була в секторах: мистецтва, спорту і розваг (63,3%), нерухомості (57,9%), харчування та готельного бізнесу (73,2%), транспорту та логістики (54,1%). В той же час на фоні зростання валюти балансу бізнесів в Україні на 24361,7 млн. грн. за 3 квартали 2020 року спостерігалось зростання довгострокових боргів на 144251,9 млн. грн. і поточних боргів на 222862,0 млн. грн., що може вказувати

на погіршення якості структури фінансового капіталу корпорації в умовах падіння рівня ділової активності та зменшення прибутковості бізнесу.

В даний час в Україні ринок залучення фінансового капіталу для корпорацій є недостатньо розвинутим, що підтверджує актуальність дослідження системи управління фінансовим капіталом корпорації в умовах дефіциту джерел фінансування бізнесу.

Метою дослідження є розробка на основі системного підходу концептуальних основ, теоретико-методичних та практичних підходів до управління фінансовим капіталом корпорацій та його оптимізації, що дозволяє збільшити ринкову вартість корпорації за умови збереження фінансової стійкості.

Завданнями дослідження є:

- узагальнити економічну сутність фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та систематизувати його складові;
- обґрунтувати концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні;
- провести компаративний аналіз структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах;
- здійснити аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні;
- провести аналіз структури і ефективності управління фінансовим капіталом ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен»;
- вдосконалити модель оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку;
- визначити вектори оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен»,
- надати рекомендації щодо забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен» у стратегічній перспективі.

Об'єктом дослідження є відносини, що виникають в рамках залучення та використання фінансового капіталу корпорацій.

Предмет дослідження – управління фінансовим капіталом корпорації та його оптимізація.

В рамках дослідження було використано методи: аналізу та синтезу – при дослідженні економічної сутності фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та його складові; індукції та дедукції – при дослідженні компаративного аналізу структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах; узагальнення та систематизації – відносно концептуальних основ вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні; фінансового аналізу – в рамках проведення аналізу сучасного стану управління фінансовим капіталом корпорації; прогнозування – в рамках розробки практичних підходів до оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації в Україні та світі.

Інформаційною базою дослідження є праці вітчизняних та закордонних практиків та науковців в сфері управління фінансовим капіталом корпорації, аналітичні та статистичні дані, фінансова звітність корпорацій в Україні та світі.

Практична цінність роботи визначається потенціалом використання її результатів для оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен» в Україні та світі.

Практичними результатами роботи є оцінка сучасного стану та векторів оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен».

Наукова новизна дослідження полягає в: побудові моделі оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку та оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен», розробці концепції

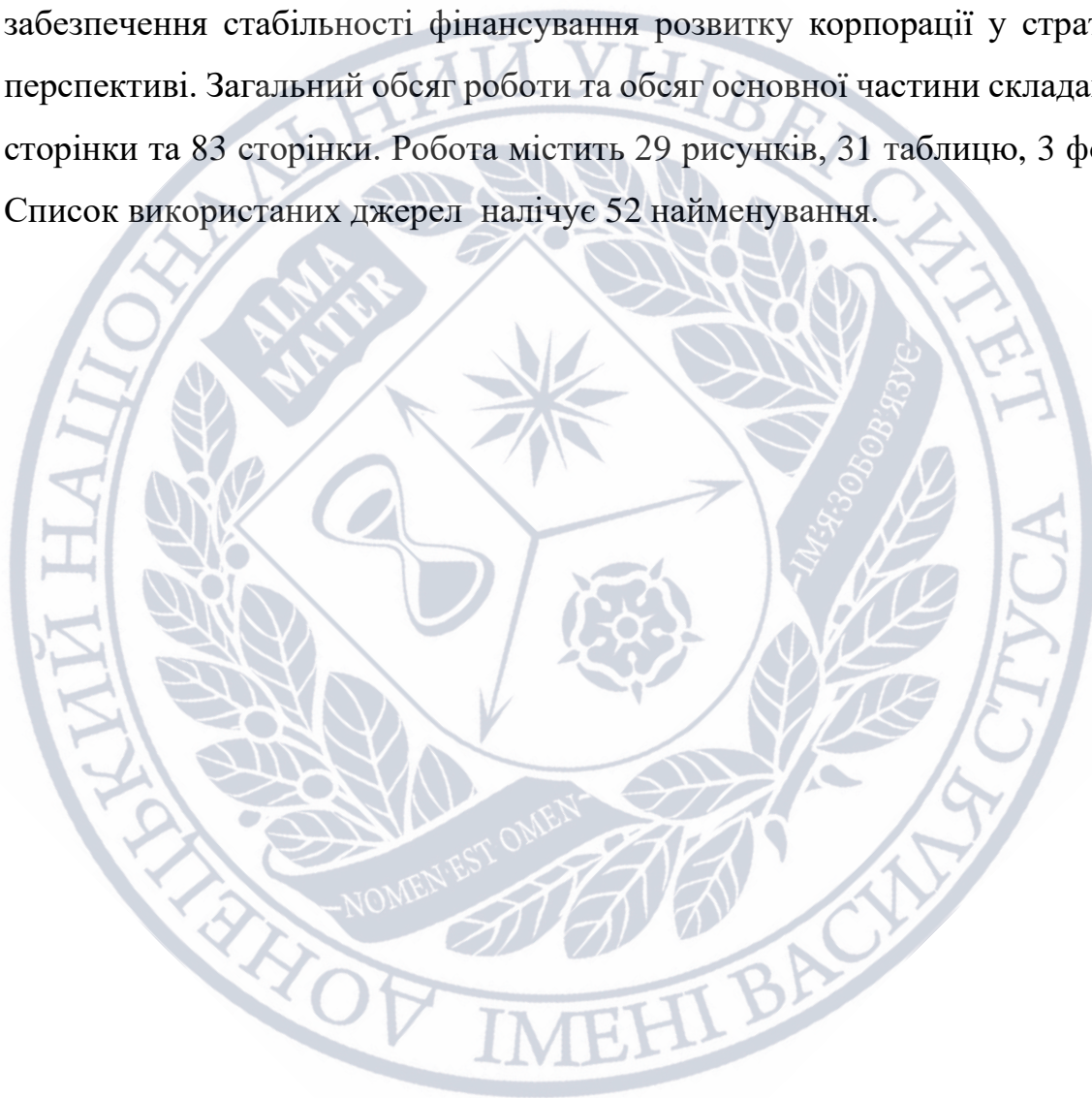
вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні.

Апробація результатів дослідження :

- Публікація наукової статті у віснику наукового товариства в листопаді 2021 року за темою «Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні» [Хижинська М.А., Лактіонова О.А. Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні. *Вісник наукового товариства* ДонНУ ім. В. Стуса. 2021 №13, С.284-290].
- Публікація тез у збірнику матеріалів конференції 17 листопада 2021 року за темою «Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні» [Хижинська М.А. Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: праці Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції студентів, аспірантів та молодих вчених. Київ, 2021. Том 1, С. 308-312].
- Публікація тез у збірнику матеріалів конференції 27 жовтня 2021 року за темою «Концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні» [Хижинська М.А., Лактіонова О.А. Концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні. *Розвиток фінансового ринку в Україні: загрози, проблеми та перспективи*. Полтава, 2021, Том 1, С.125-127].

Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. У Розділі 1 узагальнено економічну сутність фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та систематизовано його складові, а також обґрунтовано концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні. В Розділі 2 проведено компаративний аналіз структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах, здійснено аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в

Україні, а також був проведений аналіз структури і ефективності управління фінансовим капіталом ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен». В Розділі 3 розглянено модель оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку, визначено вектори оптимізації системи управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен», а також наведено рекомендації щодо забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації у стратегічній перспективі. Загальний обсяг роботи та обсяг основної частини складають 104 сторінки та 83 сторінки. Робота містить 29 рисунків, 31 таблицю, 3 формули. Список використаних джерел налічує 52 найменування.



РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ

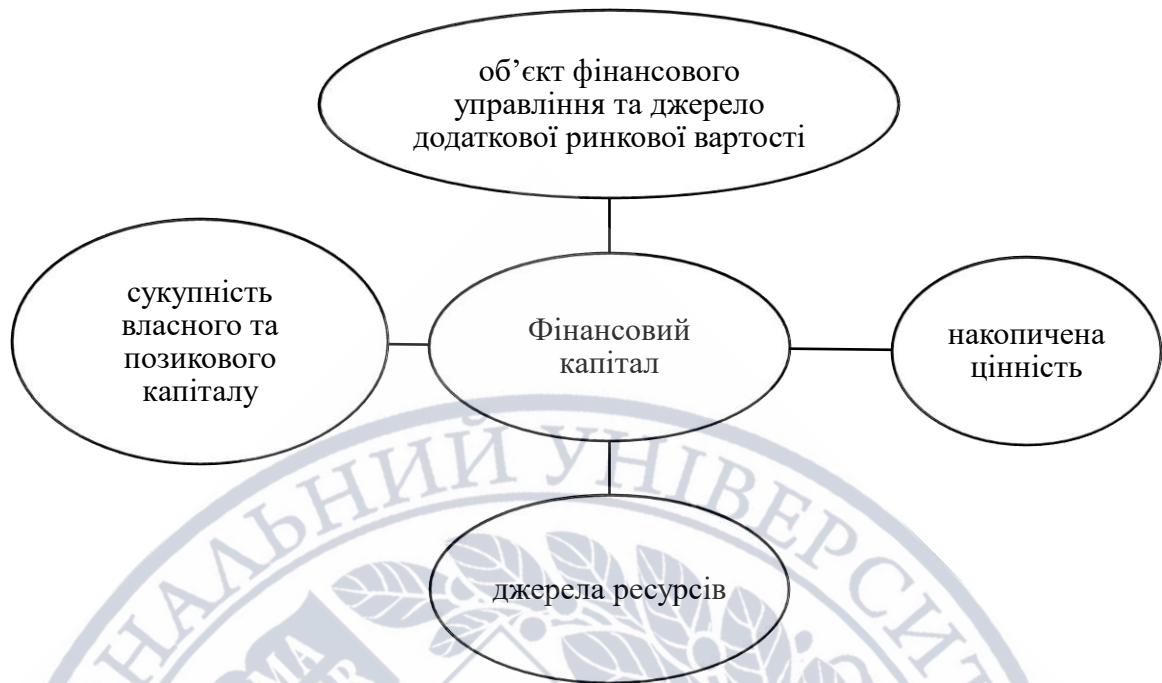
1.1 Економічна сутність фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та його складові

Сучасна фінансова наука передбачає гнучкі підходи до управління капіталом, в тому числі фінансовим капіталом на рівні корпорації, що обумовлює актуальність узагальнення економічної сутності та ролі фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та його складових.

Базовою категорією дослідження є саме фінансовий капітал корпорації.

Аналіз теоретичних здобутків авторів щодо розуміння його сутності вказує на розуміння фінансового капіталу, перш за все, як джерел пасивів (фінансування діяльності бізнесу). Так, Бандурка О.М., Коробов М.Я. [2] вказують, що фінансовий капітал можна ототожнити з пасивами балансу компанії. Бабалола І.А. [3] пропонує під фінансовим капіталом розуміти сукупність джерел фінансування бізнесу. Великий Ю. М. [6] під фінансовим капіталом розуміє сукупність ресурсів, які корпорація залучає з внутрішніх та зовнішніх джерел для фінансування власного бізнесу. Слід зазначити, що фінансовий капітал є і «накопиченою цінністю», оскільки поряд із інвестованим капіталом у своєму складі має накопичений та реінвестований прибуток як складову власного капіталу. З іншого боку, інвестовані власні і позикові ресурси в активи компанії, реалізуються у сукупній їх цінності та, відповідно, балансовій ціні компанії, яка може перевищувати вартість їх матеріальних активів за рахунок формування цінності бренду.

Сутність розуміння фінансового капіталу корпорації узагальнено на рисунку 1.1.



Джерело: складено авторами на основі [2-6]

Рисунок 1.1 – Полікомпонентне розуміння фінансового капіталу корпорації

Фінансовий капітал в певній його структурі має властивість додавати ринкову вартість компанії, що робить доцільними не тільки процеси його адміністрування, але і управління. Формування тієї або іншої структури за умови припустимого рівня фінансового ринку, за рахунок різниці у вартості ресурсів (власного і позикового капіталу) стає джерелом підвищення рентабельності власних інвестицій.

Отже, фінансовий капітал корпорації в широкому розумінні являє собою загальну вартість пасивів корпорації, виконує роль джерел фінансування активів корпорації, містить накопичену цінність компанії та, одночасно, є об'єктом управління та, відповідно, підвищення ринкової вартості компанії.

Економічну сутність фінансового капіталу також доцільно розглянути із позиції його функцій: страхової функції, регулюючої функції, стимулюючої функції, контрольної функції в загальній фінансовій теорії управління фінансовим капіталом корпорації. Перш за все фінансовий капітал виконує страхову функцію, тобто є джерелом фінансування бізнесу та виплати дивідендів за привілейованими акціями у випадку отримання непокритих

збитків за фінансовий рік або надзвичайних господарських ситуацій. Стосовно регулюючої функції – фінансовий капітал за своєю часткою та вартістю залучення регулює фінансово-економічні процеси розвитку корпорації, рівень її фінансової автономії, середню вартість фінансового капіталу, рентабельність. Використання фінансового капіталу стимулює розвиток бізнесу, оскільки дозволяє розширити межі господарювання корпорації. Відповідно до контрольної функції фінансовий капітал визначає нижні граничні межі чистої вартості активів, впливає на стан платоспроможності, обмежує мінімальні внески засновників та власників до статутного зареєстрованого капіталу.

Ключові ознаки і риси фінансового капіталу корпорації узагальнено на рисунку 1.2.



Джерело: складено авторами на основі [39]

Рисунок 1.2 – Ключові ознаки і риси фінансового капіталу корпорації в фінансовій науці

Існують різні методи формування фінансового капіталу корпорації і управління його структурою. На нашу думку, одним з провідних векторів фінансової політики корпорації є залучення та розміщення фінансового капіталу корпорації.

Приймаючи рішення про структуру капіталу корпорації та управляючи ними, керівництво корпорації повинно прийняти важливі рішення щодо відносних пропорцій боргу та власного капіталу (структури фінансового капіталу корпорації), які потрібно підтримувати для оптимального рівня фінансової стійкості.

Проблему вибору оптимального співвідношення елементів фінансового капіталу корпорації досліджувало значне коло науковців. Це питання неодноразово піднімалося в академічній літературі (зокрема, в роботах М. Харріса і інших іноземних авторів). Початковий етап розробки теорії формування фінансового капіталу корпорації і управління його структурою пов'язаний з науковими працями Дж. Вільямса та роботами Д. Дюрана [49].

Основу теорії формування фінансового капіталу корпорації були закладені Ф. Модільяні і М. Міллером [23]. Ці науковці теоретично довели, що структура фінансового капіталу корпорації (співвідношення між борговим капіталом і власним капіталом) за умови ефективного ринку і відсутності податків не впливає на вартість залучення фінансового капіталу корпорації і ринкову вартість корпорації загалом. Разом із тим, у більш пізніх своїх здобутках ними було доведено, що врахування вказаних «недосконалостей» та податків робить управління структурою капіталу або левериджем більш цінною для компанії – за умови, якщо рентабельність активів перевищує вартість позикового капіталу, підвищення левериджу збільшує рентабельність власного капіталу компанії.

На основі теорії Модільяні - Міллера набула розвитку компромісна теорія фінансового капіталу корпорації М. Бреннана, Є. Шварца, Х Леланда [34]. Вони обґрунтували потребу врахування факторів економічного розвитку корпорації, як: рівень кон'юнктури фінансового ринку корпорації, реальні економічні умови бізнесу корпорації, вплив податкового щита та податкового навантаження на прибуток корпорації, а також величина витрат, що виникають внаслідок банкрутства корпорації або так званих трансакційних

витрат. Врахування більш широкого кола ефектів левериджу (і позитивних, і негативних) спонукає компанію шукати компроміс щодо його величини.

При цьому Голдан Л. А. вказує, що відповідно до концепції управління фінансовим капіталом корпорації М. Бейкеру і Дж. Веглеру [34], структура капіталу корпорації формується внаслідок спроби менеджменту корпорації відстежувати ринок фінансового капіталу. Фінансова структура капіталу корпорації, як правило, формується під впливом інвесторів корпорації, очікування яких враховуються керівниками корпорації в рамках прийняття управлінських фінансових рішень про формування фінансового капіталу корпорації.

Корпорації використовують в якості джерел фінансового капіталу нерозподілений прибуток і лише в випадку потреби переходять до боргових інструментів фінансового капіталу корпорації [13]. Теорія порядку фінансування (*pecking order theory*) корпорації отримала розвиток в роботах таких авторів як С. Майерс і Н. Майлуф, С. Росс [32].

Аналізуючи процес еволюції теорії фінансового капіталу корпорації, дослідники пропонують класифікацію сформованих теоретичних підходів (додаток А). Так, теорії статичної структури фінансового капіталу корпорації передбачає пошук оптимальної структури фінансового капіталу корпорації та проходження їй, теорії динамічних структур фінансового капіталу корпорації, що припускають відхилення від цільової структури фінансового капіталу корпорації в конкретний момент часу та визначають оптимуми в рамках конкретного часового ряду.

Терещенко О.О. [36] вказує на помилковість такого трактування управління фінансового капіталу корпорації, оскільки динамізм цільової структури фінансового капіталу корпорації визначається не обраним теоретичним підходом в якості методичного інструментарію, а динамікою конкретних чинників управління структурою фінансового капіталу корпорації, що розглядаються будь-якою теорією структури фінансового капіталу корпорації.

Базові школи управління фінансового капіталу корпорації (додаток А) включають наступні підходи та методи управління капіталом:

- теорію асиметричної інформації при управлінні фінансового капіталу корпорації;
- теорію сигналізування (або “сигнальну теорію”) при управлінні фінансового капіталу корпорації;
- теорію моніторингових витрат (або “теорію витрат на здійснення контролю”) при управлінні фінансового капіталу корпорації;
- теорію субординації джерел при управлінні фінансового капіталу корпорації.

Корпорація має кілька варіантів отримання капіталу залежно від джерела його залучення та терміну використання. Власний капітал корпорації — це один з головних компонентів фінансового капіталу корпорації. Звичайні акції та привілейовані акції, випущені корпорацією, а також додатково сплачений капітал є частиною власного капіталу корпорації. Дані типи власного капіталу корпорації надають інвесторам можливість частково перейти у власність корпорації. Нерозподілений прибуток корпорації — це накопичений прибуток, що був реінвестований у бізнес корпорації, а не виплачений акціонерам, є іншою формою власного капіталу корпорації.

Позиковий капітал корпорації — це гроші, позичені в неконтрольованих суб'єктів (інвесторів), який має бути повернений інвесторам у майбутньому, як правило, передбачають фінансові витрати (сплату відсотків). Позики в корпорації включають цінні папери з фіксованим доходом, облігації і векселі, які підлягають погашенню корпорацією. Структура капіталу корпорації може включати також гібридні цінні папери, наприклад — конвертовані облігації корпорації.

Рішення, які корпорація приймає щодо свого фінансового капіталу, можуть впливати як на її фінансовий стан, так і на вартість фінансування фінансового капіталу корпорації, податкові зобов'язання (через сприятливий податковий режим або податковий щит корпорації), кредитний рейтинг

корпорації, ліквідність корпорації. Розробляючи оптимальне поєднання боргу та власного капіталу корпорації для структури капіталу, управлінці, як правило, надають значну вагу тому, наскільки гнучкі, забезпечуючи контроль над власністю, фінансування та управління бізнесом корпорації за різних варіантів структури капіталу.

Ключовими коефіцієнтами для структури фінансового капіталу корпорації є відношення загального (фінансового) боргу до власного капіталу, а також довгострокового боргу до власного капіталу корпорації. Ці індикатори є ключовими при визначенні стану фінансової автономії корпорації.

Важливо також оцінити, як ці індикатори співпадають з іншими корпораціями, що працюють у галузі. Надмірно залучена структура капіталу корпорації може вказувати на розвиток або потенційні проблеми з ліквідністю в оперативній перспективі.

В якості незалежних змінних структури фінансового капіталу корпорації використовуються:

- розмір корпорації;
- ліквідність корпорації;
- прибутковість корпорації;
- структура активів корпорації;
- ефективна ставка податку;
- фінансова гнучкість корпорації;
- змінна величина ризику та контролю в корпорації: економічні та торговельні санкції.

Також ті ж автори у своєму дослідженні підкреслили, що багато змінних щодо структури фінансового капіталу корпорації і власності можуть бути визначені одночасно [11].

Дослідження теоретичних засад структури фінансового капіталу корпорації дозволило узагальнити, що фінансовий капітал корпорації є системою джерел фінансування з метою забезпечення стійкого господарського циклу і стабільного фінансування господарсько-фінансової

діяльності корпорації, при цьому концептуальний поділ капіталу корпорації на власний і залучений за джерелами фінансування корпорації вказує, що доцільним є розгляд структури капіталу корпорації як частки окремої складової фінансового капіталу корпорації в загальній сумі капіталу. Проведемо дослідження сутності структури фінансового капіталу корпорації, що наведено у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1 – Економічна сутність структури фінансового капіталу корпорації

Автори, джерело	Визначення	Коментар
Балев В. Є. [1]	під структурою фінансового капіталу корпорації можна розуміти арифметичне співставлення елементів фінансового капіталу корпорації з загальними пасивами	відображає фінансові аспекти аналізу структури фінансового капіталу корпорації
Домбровська С. О. [12]		
Квасницька Р. С. [16]		
Бандурка О.М., Коробов М.Я. [2]	елемент фінансового менеджменту корпорації, що дозволяє з урахуванням особливостей діяльності визначати оптимальні шляхи формування і використання фінансового капіталу корпорації	функціональний підхід побудови фінансового капіталу корпорації
Бабалола І.А. [4]		
Ковальчук Н.О. [17]		
Даниш С. Т. [9]	структура фінансового капіталу є індикатором фінансового стану в сфері фінансової автономії, фінансової керованості і платоспроможності корпорації	коефіцієнтний підхід побудови фінансового капіталу корпорації
Дудар А. А. [13]		
Журавльова І. В. [14]		
Бабалола І.А. [3]	визначення оптимальної структури фінансового капіталу корпорації через рівень його вартості залучення, показник максимізації вартості бізнесу корпорації та ефекту фінансового важелю (левериджу)	вартісний підхід побудови фінансового капіталу корпорації
Валіков В. П. [5]		
Великий Ю. М. [6]		
Дідух С. М. [10]	ініціює дослідження структури фінансового капіталу корпорації через рівень його вартості залучення, вона є фінансовим індикатором покращення фінансової політики корпорації	системний підхід побудови фінансового капіталу корпорації покращення фінансового капіталу корпорації

Джерело: складено авторами на основі [1-6, 9, 12-17]

Детермінанти структури фінансового капіталу корпорації використовували як залежні змінні:

- коефіцієнт загальної заборгованості корпорації (загальна заборгованість / загальні активи корпорації),

- коефіцієнт короткострокової заборгованості корпорації (короткострокова заборгованість / загальні активи корпорації);
- співвідношення довгострокової заборгованості корпорації (довгострокова заборгованість / сукупні активи корпорації).

В залежності від джерел формування фінансового капіталу корпорації можна визначити таку класифікацію (рис. 1.3). Класифікація фінансового капіталу корпорації за джерелами формування включає 2 джерела: власний та позиковий фінансовий капітал, решта класифікаційних ознак джерел фінансового капіталу корпорації вказують на рівень диверсифікації фінансової політики в процесі формування і використання фінансового капіталу корпорації.



Джерело: складено авторами на основі [13]

Рисунок 1.3 – Класифікація фінансового капіталу корпорації

Класифікацію фінансового капіталу корпорації за формами залучення наведено на рисунку 1.4. В даний час формами залучення фінансового капіталу корпорації є акціонерна, пайова і індивідуальна, більшість корпорації намагаються залучати капітал на довгострокову перспективу, це скорочує фінансові ризики корпорації [8]. Структура фінансового капіталу корпорації вказує на способи фінансування своїх активів.



Джерело: складено авторами на основі [13]

Рисунок 1.4 – Класифікація фінансового капіталу корпорації за формами залучення

Загалом, структура фінансового капіталу корпорації є поєднання боргу і власного капіталу корпорації або різних комбінацій цих двох джерел. В складі боргу та власного капіталу структура фінансового капіталу корпорації може бути диверсифікованою в різні хронологічні періоди.

Класифікацію фінансового капіталу корпорації за характером використання наведено на рисунку 1.5. В даний час характер використання фінансового капіталу корпорації в більшій мірі визначено галузевою приналежністю корпорації, особливостями організації бізнес-процесів, потребою в капіталі.

Структура фінансового капіталу корпорації відіграє провідну роль у виживанні та зростанні корпорації, особливо у фінансовій діяльності для досягнення мети і її довгострокових цілей. Однак фінансова обставина складу та структури фінансового капіталу корпорації в корпоративному секторі не тільки впливає на результати діяльності корпорації, також має потужний вплив на макроекономічні результати корпорації.

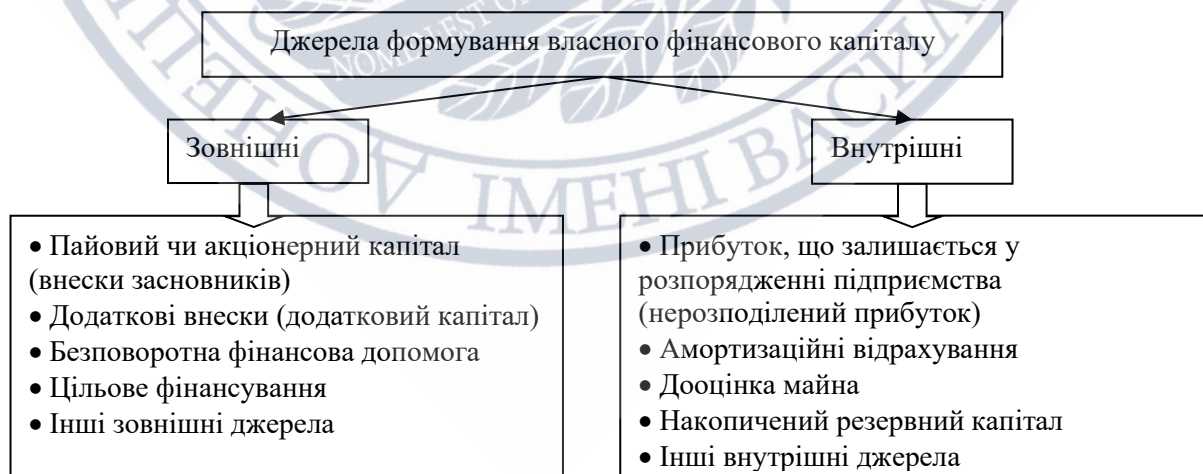
Детермінанти структури фінансового капіталу корпорації служать міцними опорами, що дають конкурентну перевагу корпорації.



Джерело: складено авторами на основі [10]

Рисунок 1.5 – Класифікація фінансового капіталу корпорації за характером використання

Дослідження моделей оптимізації фінансового капіталу корпорації можна почати з розгляду джерел формування власного фінансового капіталу корпорації (рис. 1.6).

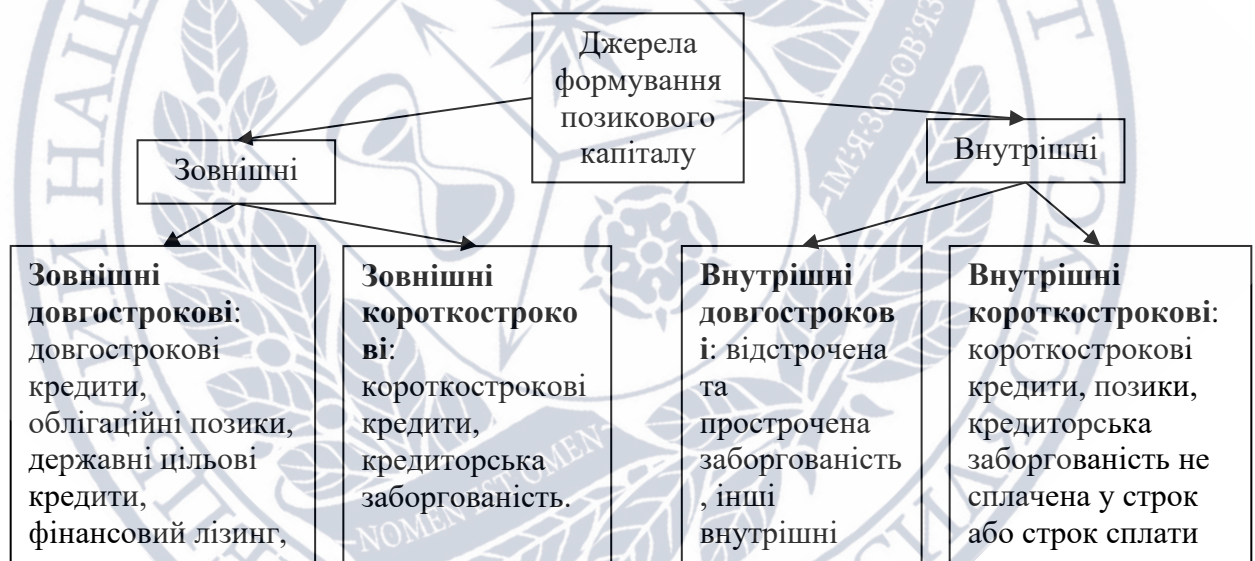


Джерело: складено авторами на основі [24]

Рисунок 1.6 – Джерела формування власного фінансового капіталу корпорації

В сучасних умовах функціонування корпорацій структура фінансового капіталу є базою, що визначає всі основні показники фінансового стану корпорації платоспроможність, фінансову стійкість, величину чистого прибутку, рентабельність виробничої діяльності корпорації.

Наведені джерела формування власного фінансового капіталу корпорації поділено на зовнішні і внутрішні залежно від напрямку залучення коштів з метою забезпечення нормальних бізнес-процесів в корпорації. Джерела формування позикового фінансового капіталу корпорації наведено на рисунку 1.7. Вони при цьому також можна поділити на внутрішні та зовнішні джерела, а також диференціюватися залежно від терміну залучення позикового фінансового капіталу корпорації і функціонального спрямування фінансової політики [24].



Джерело: складено авторами на основі [24]

Рисунок 1.7 – Джерела формування позикового фінансового капіталу корпорації

Таким чином, підходи до визначення сутності оптимальної структури фінансового капіталу корпорації вказують, що мета формування оптимальної структури фінансового капіталу корпорації визначається завданнями фінансового управління, планування і контролю в контексті забезпечення стратегічного розвитку корпорації та поступального розширення її фінансово-

господарського функціонування бізнес-процесів. Структура фінансового капіталу корпорації, механізми його формування і функціонування визначають успішність ринкового розвитку і ефективність діяльності корпорації. В даний час більшість науковців виділяють три моделі оптимізації структури фінансового капіталу корпорації: за рівнем максимізації фінансової рентабельності корпорації, за рівнем мінімізації залучення капіталу корпорації; за рівнем мінімізації фінансових ризиків корпорації.

Розрахунок та порівняння даних показників дає змогу провести оцінку якості оптимізації фінансового капіталу корпорації на основі мінімізації фінансових ризиків залучення коштів. Кожен з виділених критеріїв оптимізації фінансового капіталу корпорації є обґрунтованим для проведення оптимізації структури фінансового капіталу.

1.2 Концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні

Концепція вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні базується на пошуку векторів та інструментів підвищення ринкової вартості компанії за умови безпечного рівня фінансової стійкості.

Завдання вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні визначаються відповідно до фінансової стратегії корпорації, а саме – стосовно мінімізації витрат на залучення фінансового капіталу, забезпечення фінансової стійкості та гнучкості, забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації у стратегічній перспективі. [39].

Наведені завдання в концепції вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні вказують на процес залучення фінансового капіталу на основі балансу інтересів стабільного розвитку джерел фінансування, фінансових ризиків та відповідних фінансових витрат, що буде відображено у фінансових результатах та фінансових звітах корпорації.

Концепція вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом

корпорації в Україні передбачає ефективне виконання наступних принципів: системності; ефективності; альтернативності; оптимальності.

Відповідно до поставленої мети потрібно визначити суб'єкт та об'єкт механізму управління фінансовим капіталом корпорації.

Суб'єктами у даній концепції виступають: власники, стейкхолдери та фінансове керівництво компанії.

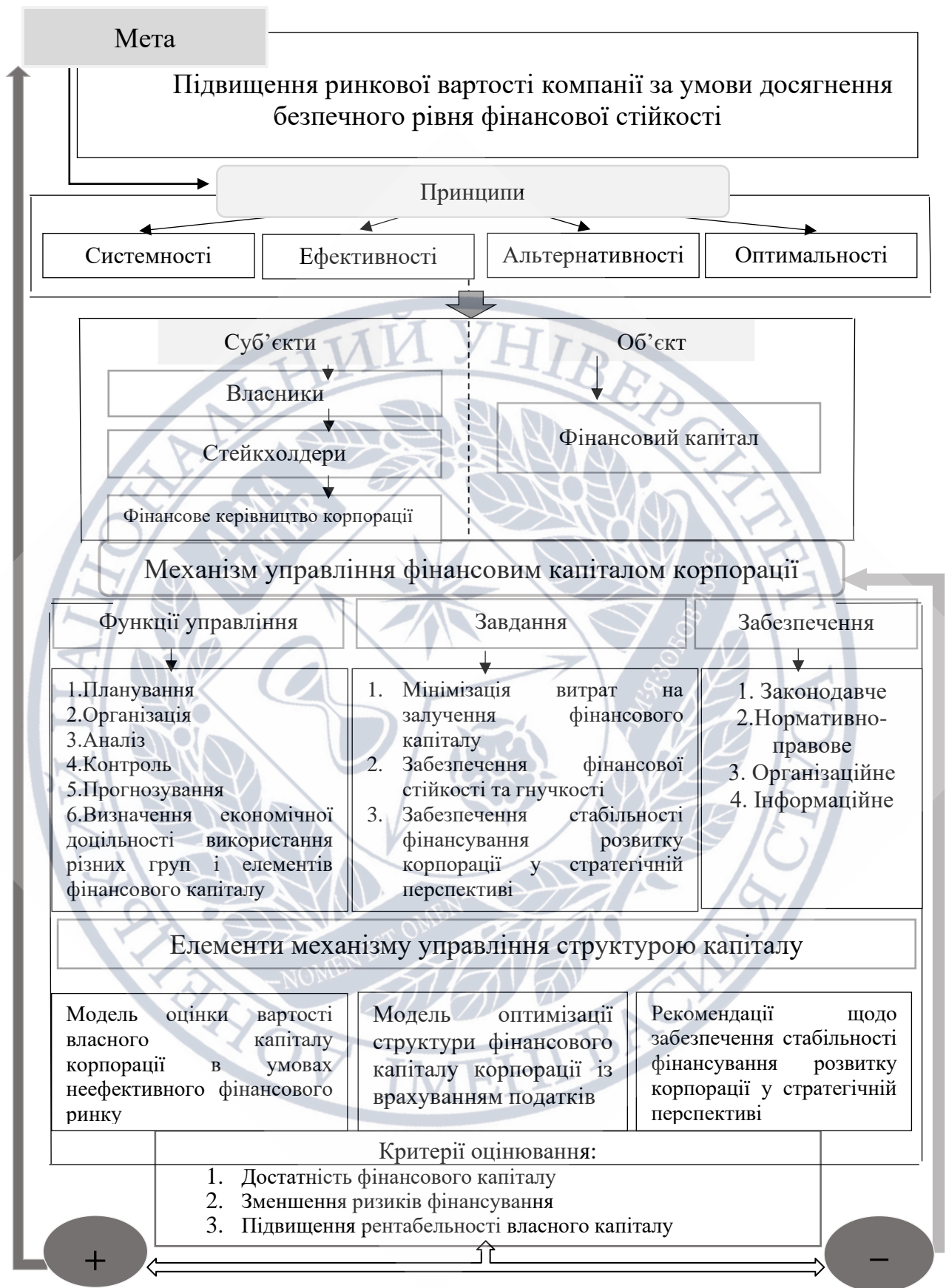
Об'єктом концепції вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні є фінансовий капітал корпорації.

У процесі управління фінансовим капіталом корпорації повинні реалізуватися наступні функції: планування; організація; аналіз; контроль; прогнозування; визначення економічної доцільності використання різних груп і елементів фінансового капіталу [39].

Концепція вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні наведена на рисунку 1.8. Наведена послідовність реалізації моделей оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах вказує на потребу визначення та оцінку наявної структури капіталу корпорації, оцінки факторів впливу, коригування структури, визначення вартості капіталу корпорації, порівняння її з рівнем економічної рентабельності корпорації, виборі виду фінансової політики за рівнем ризику і ступенем залежності від позикових коштів корпорації.

Моделі для комплексного дослідження оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах дозволяють провести діагностику фінансової політики корпорації з урахуванням динаміки ринку.

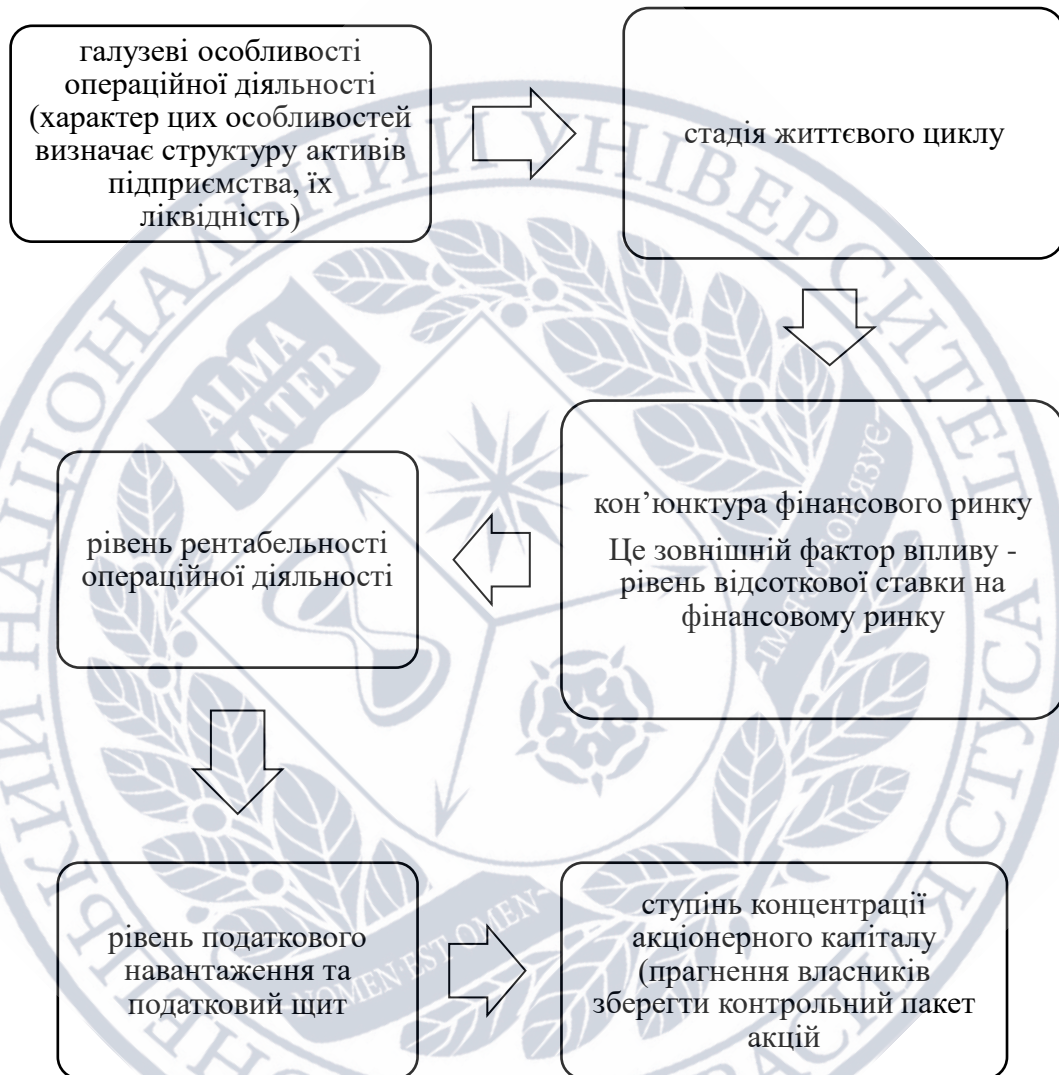
Для оптимізації фінансової структури фінансового капіталу корпорації можна також використати сукупність методів, що наведені в таблиці А.2.



Джерело: розроблено авторами

Рисунок 1.8 – Концепція вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні

Варто зазначити, що різні стейкхолдери корпорації мають різні інтереси і цінності, які мають бути враховані в управлінні структурою фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах. Тому важливим є визначення внутрішніх чинників управління структурою фінансового капіталу корпорації (рис. 1.9).



Джерело: складено авторами на основі [18]

Рисунок 1.9 – Зовнішні чинники впливу та внутрішні фактори управління структурою фінансового капіталу корпорації

Аналіз особливостей управління структурою фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах вказує, що в рамках фінансової політики на структуру капіталу впливає форма власності, зокрема вона визначає мінімальний розмір внеску засновників (акціонерів) корпорації при формування статутного (zareєстрованого) капіталу корпорації, а також

можливості додаткового залучення коштів із інших джерел. Завдяки господарській діяльності ефективність побудови бізнес-процесів корпорації забезпечує формування чистого прибутку, що дозволяє нарощувати обсяг власного капіталу корпорації в частині резервного, додаткового капіталу та чистого нерозподіленого прибутку. Зазвичай господарська діяльність корпорації вимагає залучення позикового капіталу, що може за терміном залучення мати форму поточного та довгострокового позикового капіталу корпорації. Наведені чинники управління структурою фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах вказують на потребу врахування значної кількості зовнішніх та внутрішніх факторів при визначенні концептуальних основ вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні.

Процес механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні можна розділити на 5 етапів:

Перший етап (підготовчий) – збір і аналіз інформації про стан фінансового капіталу корпорації на поточний момент:

1. розглядається загальний обсяг і динаміка компонентів фінансового капіталу корпорації в зіставленні з динамікою обсягу виробництва і продажами; визначається відношення власного і позикового фінансового капіталу корпорації і його тенденції; піддаються розгляду позикові кошти корпорації.

2. визначаються коефіцієнти фінансової стійкості корпорації, які залежать від структури капіталу корпорації: розраховуються коефіцієнт автономії, коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності корпорації, коефіцієнт фінансового левериджу. Він дозволяє оцінити стабільність положення корпорації і рівень фінансових ризиків.

3. оцінюється ефективність використання фінансового капіталу корпорації в цілому та його окремих елементів. Розраховуються такі показники фінансового капіталу корпорації:

- період обороту фінансового капіталу корпорації (чим менше період обороту, тим вище ефективність його використання);
- коефіцієнт рентабельності фінансового капіталу корпорації;
- капіталовіддача фінансового капіталу корпорації (служить вимірником ефективності операційної діяльності корпорації);
- капіталомісткість продукції корпорації.

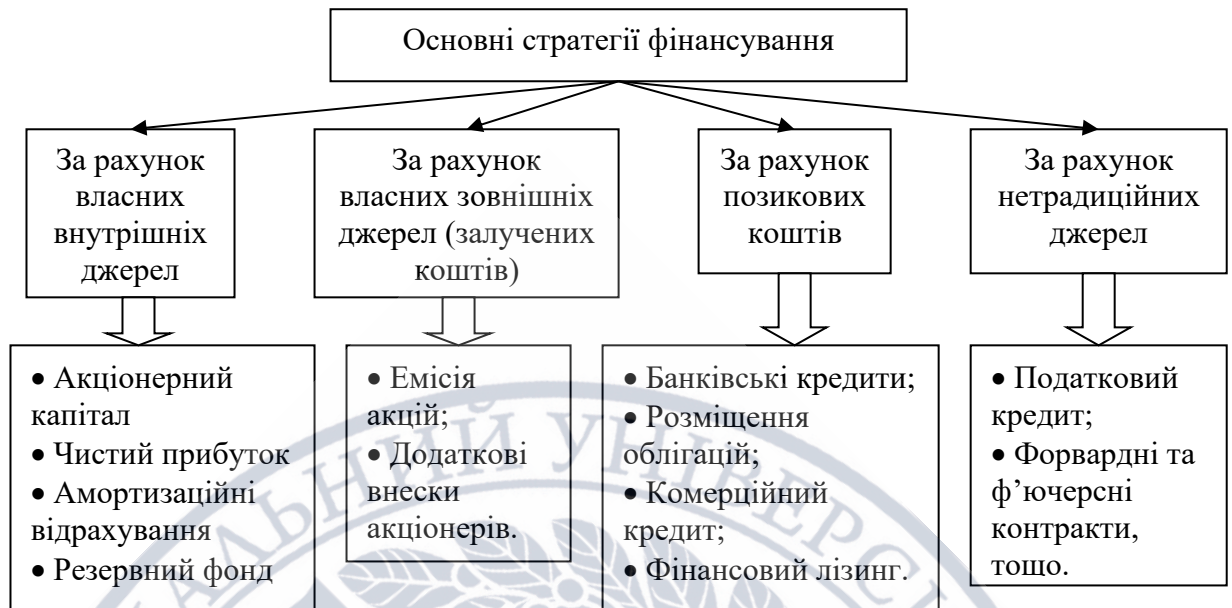
Другий етап – оцінка економічно раціональної структури фінансового капіталу корпорації. Раціоналізація фінансового капіталу корпорації здійснюється з урахуванням 2 основних принципів: максимізації рентабельності власного капіталу та мінімізації вартості витрат на фінансовий капітал корпорації.

Третій етап – врахування стратегії щодо фінансового капіталу корпорації. Даний етап необхідний через особливості формування структури фінансового капіталу корпорації залежно від обраної стратегії розвитку корпорації.

Четвертий етап – ідентифікація та оцінка факторів, що впливають на структуру фінансового капіталу корпорації.

П'ятий етап – встановлення цільової структури фінансового капіталу корпорації. Ретельний аналіз поточного співвідношення джерел фінансування фінансового капіталу корпорації, врахування особливостей стратегії та факторів для корпорації - все це дозволить сформуванню на майбутній період оптимальну структуру капіталу корпорації [9]. Рішення про джерела фінансування діяльності корпорації - важливий напрям фінансового менеджменту.

Кінцевим етапом оптимізації фінансового капіталу корпорації є формування стратегії, що наведено на рисунку 1.10. Наведені стратегії фінансування фінансового капіталу корпорації вказують на диференціацію інструментів реалізації фінансової політики залежно від стратегічних цілей діяльності корпорації на ринку.



Джерело: складено авторами на основі [12]

Рисунок 1.10 – Стратегії фінансового капіталу корпорації

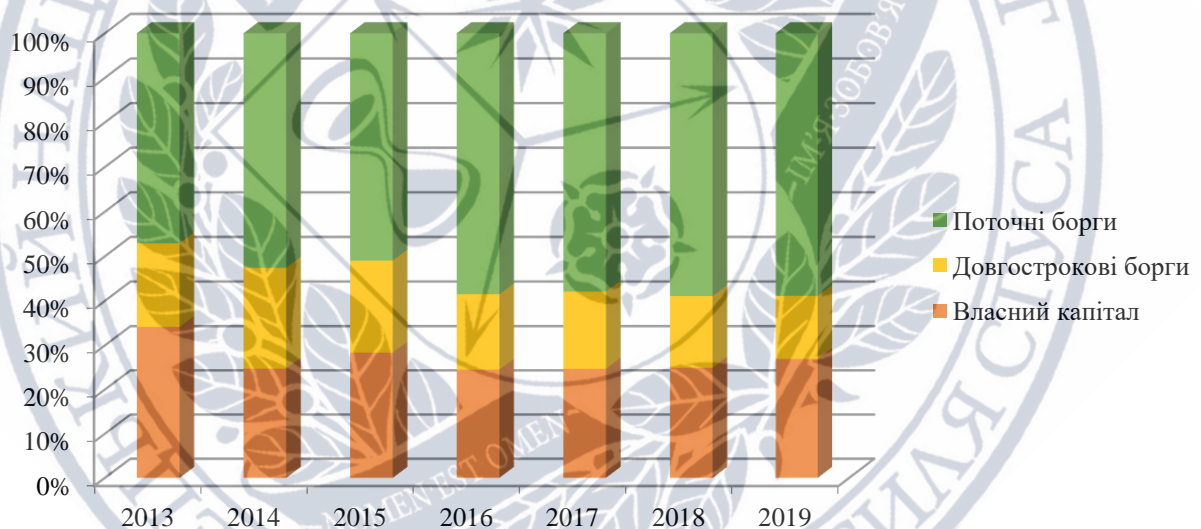
Отже, узагальнення концептуальних основ вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні вказує на значну потребу розвитку фінансової політики корпорації в Україні з розвитком інфраструктури фінансового ринку як ключового джерела фінансових ресурсів за рівнем витратності та диверсифікованими векторами формування, що дозволить корпораціям формувати продуману стратегічну фінансову політику в сфері управління фінансовим капіталом.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ

2.1 Компаративний аналіз структури фінансового капіталу корпорацій в Україні та розвинутих країнах

На основі проведеного економічного аналізу сутності та значення фінансового капіталу корпорації як об'єкта управління та його складових визначено актуальність проведення компаративного аналізу структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах. Структура фінансового капіталу корпорацій в Україні наведена на рисунку 2.1.

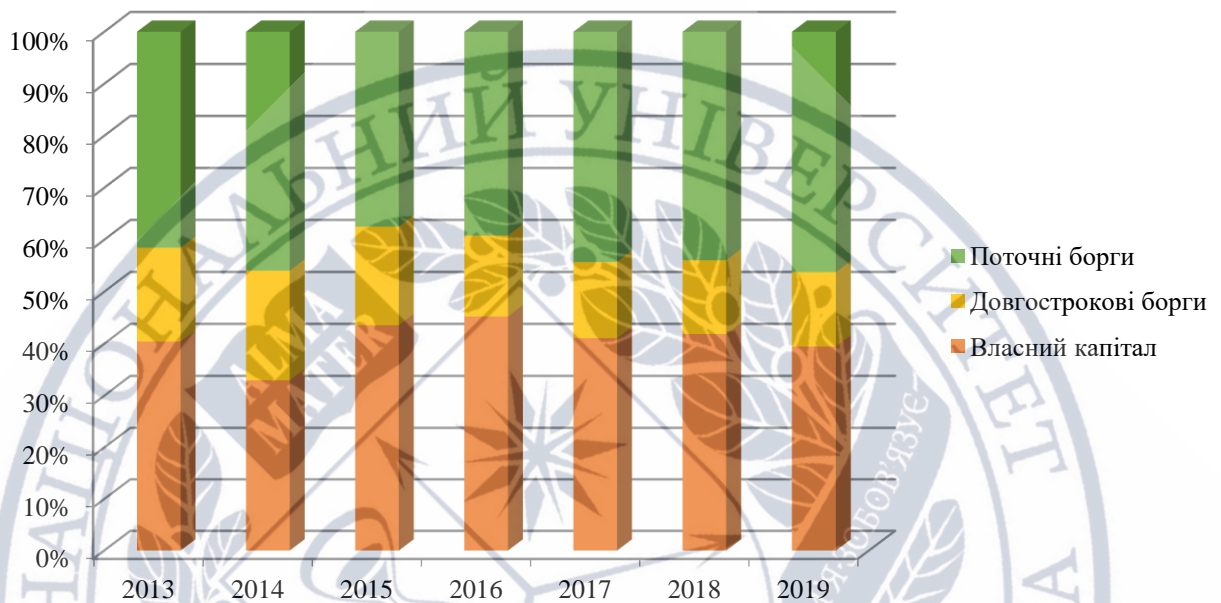


Джерело: складено авторами на основі [11]

Рисунок 2.1 – Структура фінансового капіталу корпорацій в Україні за 2013-2019 рр., %

В загальному обсязі фінансового капіталу корпорацій в Україні за 2013-2019 рр. спостерігався приріст на 1,14 трлн. грн. розміру власного капіталу, на 0,56 трлн. грн. довгострокових зобов'язань та 4,07 трлн. грн. поточних зобов'язань, а загалом фінансовий капітал зріс на 5,78 трлн. грн. В складі капіталу власний капітал скоротився з 34,15% в 2013 році до показника 26,91% в 2019 році. Частка власного капіталу скоротилася на 7.24 %, довгострокові

борги скоротилися на 4,53% до рівня 14,22% в 2019 році, поточні борги навпаки відповідно зросли з 49,09 % до 58,86% в 2019 році, що вказує на погіршення фінансової автономії, оскільки частка поточних боргів зросла на 11,77%. Структура фінансового капіталу великих підприємств (корпорацій) в Україні наведена на рисунку 2.2.



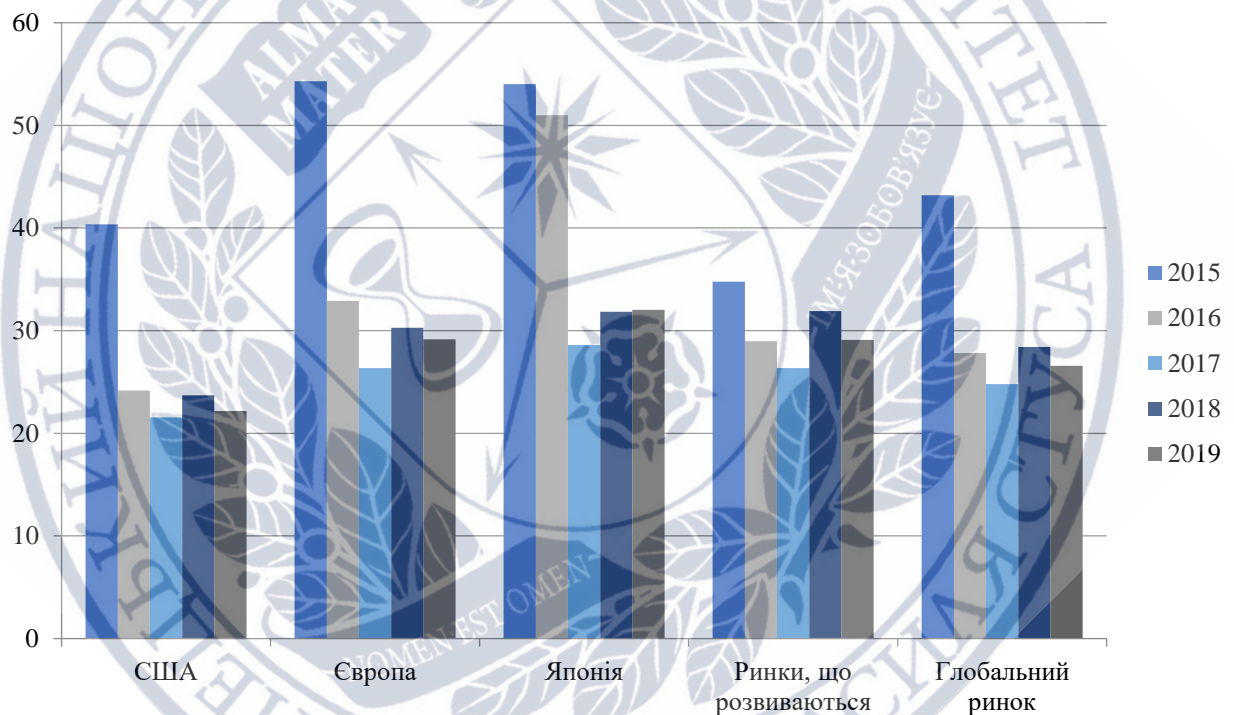
Джерело: складено авторами на основі [11]

Рисунок 2.2 – Структура фінансового капіталу великих підприємств (корпорацій) в Україні за 2013-2019 рр., %

Розмір власного капіталу великих підприємств зріс за період аналізу на 0,93 трлн. грн., при цьому в складі фінансового капіталу скоротився з 40,42% до 39,45% (на 0,97 в.п.), в той же час частка власного капіталу великих підприємств в складі фінансового капіталу порівняно з загальними трендами була вищою на 8-10%. Величина довгострокових боргів за період оцінки у великих підприємствах зросла на 0,27 трлн. грн., а поточних – на 1,21 трлн. грн., загалом же фінансовий капітал великих підприємств зріс на 2,41 трлн. грн. В структурі фінансового капіталу довгострокові борги скоротилися з 18,05% до 14,32% (на 3,73 в.п.), а поточні борги зросли з 41,51% до 46,22% (зросли на 4,71 в.п.), даний розподіл капіталу можна пояснити трендами

залучення ресурсів, діловою активністю корпорацій, розвитком кредитного та фінансового ринку та вартістю залучення ресурсів на ньому.

Проведемо аналіз частки боргу в складі капіталу на ринках корпорацій США, Європи, Японії, ринків, що розвиваються та загалом глобального ринку. Оцінка структури відношення боргу до пасивів на всіх аналізованих ринках скорочувалося, що вказує на зростання частки власного капіталу відповідно. Зокрема, частка боргу в пасивах США (рис. 2.3) скоротилася з 40,35% до 22,18%, в Європі – з 54,29% до 29,16%, в Японії – з 54,02% до 32,03%, на ринках, що розвиваються – з 34,79% до 29,11%, а загалом на глобальному ринку з 43,20% до 26,58%.



Джерело: складено авторами на основі [57]

Рисунок 2.3 – Частка боргу в капіталі в різних регіонах в 2015-2019 рр., %

Нерівність багатства в США стосується не лише окремих людей; розподіл між тими, хто має, і тим, хто не має, продовжує зростати і для американських компаній. Насправді з приблизно 2000 американських нефінансових корпоративних позичальників ставки S&P Global Ratings лише 25 - або 1% найкращих - мають більше половини з рекордних 1,9 трлн. дол.

США грошових коштів та коротко- та довгострокових ліквідних інвестицій. Ця сума на 1 трлн. дол. США майже вдвічі перевищує 510 млрд. дол. США, якими вони володіли лише 5 років тому. Більше того, хоча 2020 р. всі грошові кошти зросли на 10% - із 1,7 трлн. дол. США на кінець 2015 р., дисбаланс між ними та непогашеною заборгованістю зберігається, а загальний борг зріс приблизно на 350 млрд. дол. США, до 5,1 трлн. дол. США.

Безумовно, перші 1% корпорацій мають більше, ніж достатньо коштів, щоб погасити загальний борг близько 750 млрд. дол. США. Але для інших 99% кредитний ризик залишається. Ці емітенти мають лише 875 млрд. дол. США готівки проти колосальних 5,1 трлн. дол. США боргу, ставлячи їх співвідношення готівки до боргу лише 17% - найнижче з 16%, яке спостерігалось у 2008 р. Поліпшення прибутковості також не компенсувало борг; кредитне плече S&P Global Ratings становить близько десятиріччя - 2,5x для позичальників з інвестиційним рівнем (за винятком 1%) та 5.0x для компаній із спекулятивним рівнем [58].

Грошові кошти та інвестиції, відповідно до рейтингу корпоративних емітентів США S&P Global Ratings, зросли на 10% до 1,9 трлн. дол. США у 2016 р.: верхній 1% контролюють більше половини цих коштів. Але зростання заборгованості, яка зараз становить 5,1 трлн. дол. США для 99%, викликає занепокоєння: скориговане кредитне плече як для емітентів інвестиційного, так і спекулятивного рівня майже досягає максимумів за десятиліття, і, навпаки, відношення готівки до боргу близько мінімумів за десятиліття. У той же час податкова реформа, що сприяє репатріації приблизно 1,1 трлн. дол. США коштів, що зберігається в офшорах, швидше за все, спричинить хвилю викупу акцій, що призведе до зниження залишків грошових коштів та потенційно слабших показників кредитування.

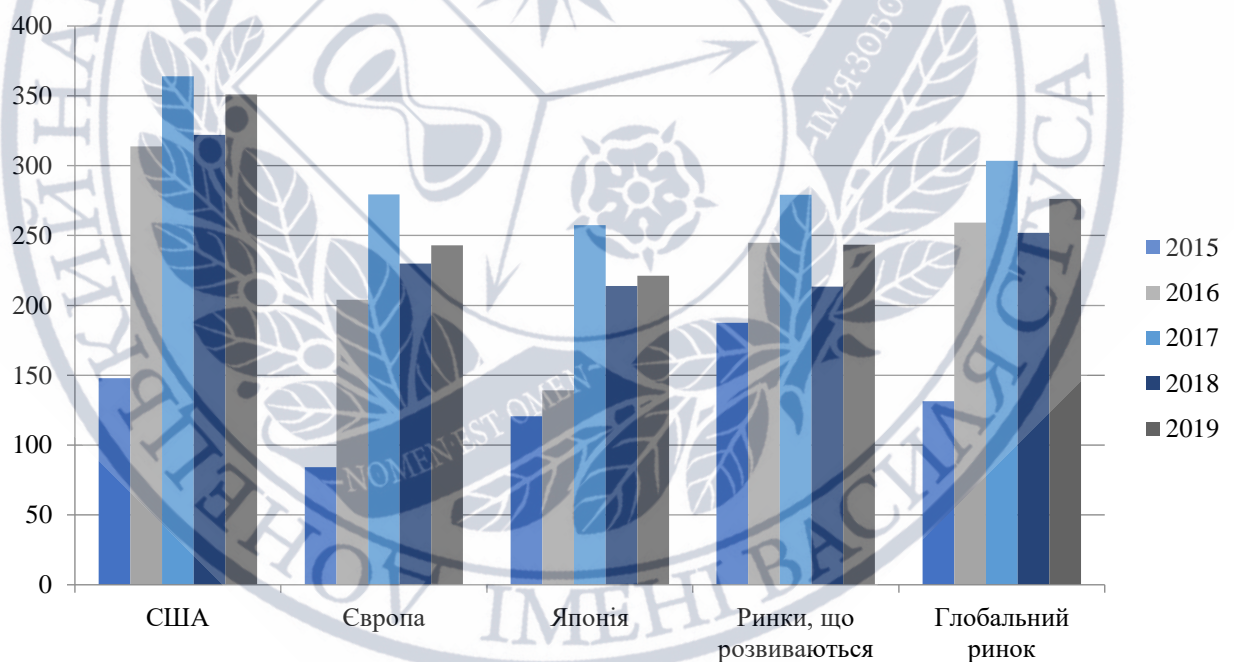
Грошові кошти в розмірі 1,92 трлн. дол. США, які мають американські нефінансові корпоративні позичальники, являє собою збільшення на 10%, або 170 млрд. дол. США, порівняно з 2020 р. - зростання, яке випереджає помірне зростання нашого рейтингового всесвіту. Загальний обсяг готівки майже

подвоївся за останні сім років, тоді як кількість позичальників, яку ми встановлюємо, зросла на 60% [58].

Накопичення грошових коштів, яке розпочалося у відповідь на невідповідність податкових юрисдикцій та глобальну економічну невизначеність після Великої рецесії, пришвидшилося протягом останнього десятиліття, коли великі корпорації США маневрували для накопичення прибутку в офшорах замість репатріації коштів та отримання податкового удару. Зараз перші 1% містять понад 1 трлн. дол. США грошових коштів, що вдвічі перевищує 510 млрд. дол. США. Технологічний сектор є лідером у всіх галузях із 44%, або понад 800 млрд. дол. США, від загальної суми гонорару, а потім охорона здоров'я (переважно фармацевтичні компанії) - 13%, або понад 200 млрд. дол. США. Ці дві галузі мають особливо високу частку своїх готівкових грошей за кордоном, оскільки вони накопичують значну частину свого прибутку в країнах, що не належать до США, де зареєстрована більшість їх інтелектуальних властивостей. Хоча рекордний залишок готівки робить хороші заголовки, важливіше, на наш погляд, полягає в тому, що загальна заборгованість зросла приблизно на 2,2 трлн. дол. США, до рекордних 5,1 трлн. дол. США за останні 5 років. Насьогодні грошові кошти у відсотках до боргу становить у цілому для американських корпорацій 33% [58].

Видалення 25 найбільших власників грошових коштів з рівняння створює ще більш протверезну картину. Загальний борг серед найнижчих 99% минулого року зріс майже на 200 млрд. дол. США - до 5,1 трлн. дол. США, а готівка зросла лише на 60 млрд. дол. США - до 875 млрд. дол. США. Частина цього пов'язана з новими емітентами, які в основному мають спекулятивний рейтинг. Але запозичення вгору і вниз по кредитній драбині продовжує сприяти більшій частині зростання. Зокрема, багато корпоративних секторів стикаються зі скромними органічними перспективами зростання доходів. Як результат, деякі компанії розширилися за рахунок придбань, часто фінансуючи придбання за боргом. Співвідношення грошових коштів до боргу в позичальниках на низькому рівні протягом десятиліть становило 13% -

значне падіння з 21%, досягнутих у 2010 р., і навіть нижче 15% у 2008 р. під час Великої рецесії. Іншими словами, після додавання боргу в 200 млрд. дол. США в 2020 р. ці позичальники тепер мають майже 8 дол. США боргу за кожні 1 дол. США готівки. Подібну тенденцію ми спостерігаємо серед позичальників із високим рейтингом. Понад 500 компаній з інвестиційним рівнем, які не входять до топ-25, мають співвідношення грошей до боргу, більш подібне до співвідношення емітентів спекулятивного класу, ніж до рейтингу 1%. Їх колективний коефіцієнт готівки до боргу зараз становить близько десятирічного мінімуму - 21%, що вказує на баланс у розмірі 5 доларів боргу за кожні 1 дол. США грошових коштів. Ці емітенти, як правило, консервативні, проте принада дешевих грошей продовжує стимулювати придбання та винагороду акціонерів. Обсяги власного капіталу в корпораціях різних регіонів світу в 2015-2019 рр. наведено на рисунку 2.4.



Джерело: складено авторами на основі [57]

Рисунок 2.4 – Обсяги власного капіталу (за балансовою вартістю) в корпораціях різних регіонів світу в 2015-2019 рр.

Рентабельність постійно зростала, хоча і не вражає, з часів Великої рецесії. S&P Global Ratings коригує кредитне плече, враховуючи те, що ми вважаємо надлишком готівки, - як правило, використовуючи ставку до 35% на

готівкові гроші за кордоном, серед інших коригувань - для досягнення скоригованого важеля (на відміну від валового чи чистого левериджу). За останні п'ять років коригування важелів впливу постійно зростало для всіх категорій рейтингу. З 2013 р. кредитне плече позичальників з інвестиційним рівнем зросло більш ніж на половину обороту і збільшилось у 2 рази. Усунення верхніх 1%, багато з яких кредитне плече дорівнює нулю через їхні чисті грошові позиції, дає більш високий плечовий кредит у 2,5 рази для інвестиційного рівня. Позичальники спекулятивного класу поділяють подібну тенденцію, при цьому кредитні плечі зростають майже на поворот майже до 5 разів. Частка боргу в капіталі в різних регіонах в 2015-2019 рр. вказує, що загалом вона була найвищою на ринках Японії, а найнижчою – в США, що обумовлено рівнем довіри інвесторів до корпорацій в різних регіонах. При цьому всі аналізовані регіони відновлювали фінансову стабільність після фінансово-економічної кризи 2008-2010 рр. [58]. Зменшення балансової вартості власного капіталу внаслідок шоку від COVID-19 мало б негайні наслідки для коефіцієнтів важелів вантажопідйомності фірм, які зростають порівняно із звичним сценарієм на 6,7 - 8 в.п. Зниження прибутку також погіршує здатність фірм обслуговувати свій борг: від 30% до 36% фірм буде недостатньо вигідним для покриття своїх процентних витрат. Більш високий рівень заборгованості та ризик дефолту можуть збільшити ризик масштабного корпоративного "підвищення боргу". Виходячи з історичного досвіду, збільшення коефіцієнтів фінансового важеля фірм, зменшить коефіцієнт інвестицій приблизно на 2 в.п.

Вплив заборгованості на інвестиції виглядає неоднорідним для всіх фірм, виходячи з досвіду світової фінансової кризи (GFC). Фірми, які увійшли до GFC із вищим коефіцієнтом фінансового важеля, зазнали різкого падіння інвестицій; навпаки, співвідношення може стати позитивним, і, отже, збільшення боргу може сприяти інвестиціям у фірм з дуже низьким початковим рівнем боргу.

Розробка політики є критично важливою. Хоча боргове фінансування було вирішальним у вирішенні негайних обмежень ліквідності, фінансування власного капіталу могло б відігравати важливу роль у докапіталізації фірм, одночасно пом'якшуючи збільшення боргу. Відповідні інструменти політики включають вливання власного капіталу та квазі-власного капіталу (наприклад, привілейованих акцій), поетапне введення резервів під обмін власного капіталу та боргового капіталу. Доповнюючи тип фінансування за рахунок власного капіталу, реструктуризація боргу може змінити як час потенційного дефолту проблемних фірм, так і їх можливість інвестувати. Політики можуть розглянути можливість встановлення правових умов, що сприяють новому фінансуванню фірм, що страждають від проблемних ситуацій (наприклад, надання пріоритету над незабезпеченими кредиторами), сприяння системам, що існують до неспроможності, та прийняттю конкретних процедур для полегшення реструктуризації боргу МСП [58].

Таким чином, здійснений компаративний аналіз структури та чинників оптимізації фінансового капіталу корпорації в Україні та розвинутих країнах вказує, що ключовими чинниками формування та використання фінансового капіталу корпорації є фінансовий стан та фінансова автономія при управлінні бізнес-структурами, при цьому керівництво корпорації керується 2 класичними аспектами при формуванні капіталу корпорації – його вартістю та рівнем віддачі (фінансовим левериджем).

2.2 Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні

Сучасний розвиток бізнесу в Україні зумовлює потребу фінансування розширеного відтворення. Одним з базових джерел для даного фінансування є фінансовий капітал. Традиційно фінансовий капітал корпорацій України включає власний капітал, що в більшій мірі формується за рахунок статутного (zareestrovanoogo kapitalu) та нерозподіленого прибутку, поточних та довгострокових боргових коштів [38]. Значний вплив на склад та структуру

фінансового капіталу великих корпорацій мав рівень фінансового стресу країни, що наведено на рисунку 2.5.



Джерело: складено авторами на основі [25]

Рисунок 2.5 – Рівень фінансового стресу в Україні

Рівень фінансового стресу в Україні вказує, що більшість макро- та політичних факторів значно впливають на стан фінансового ризику та фінансового стресу. Ризики для ведення бізнесу ілюстровано на рисунку 2.6.



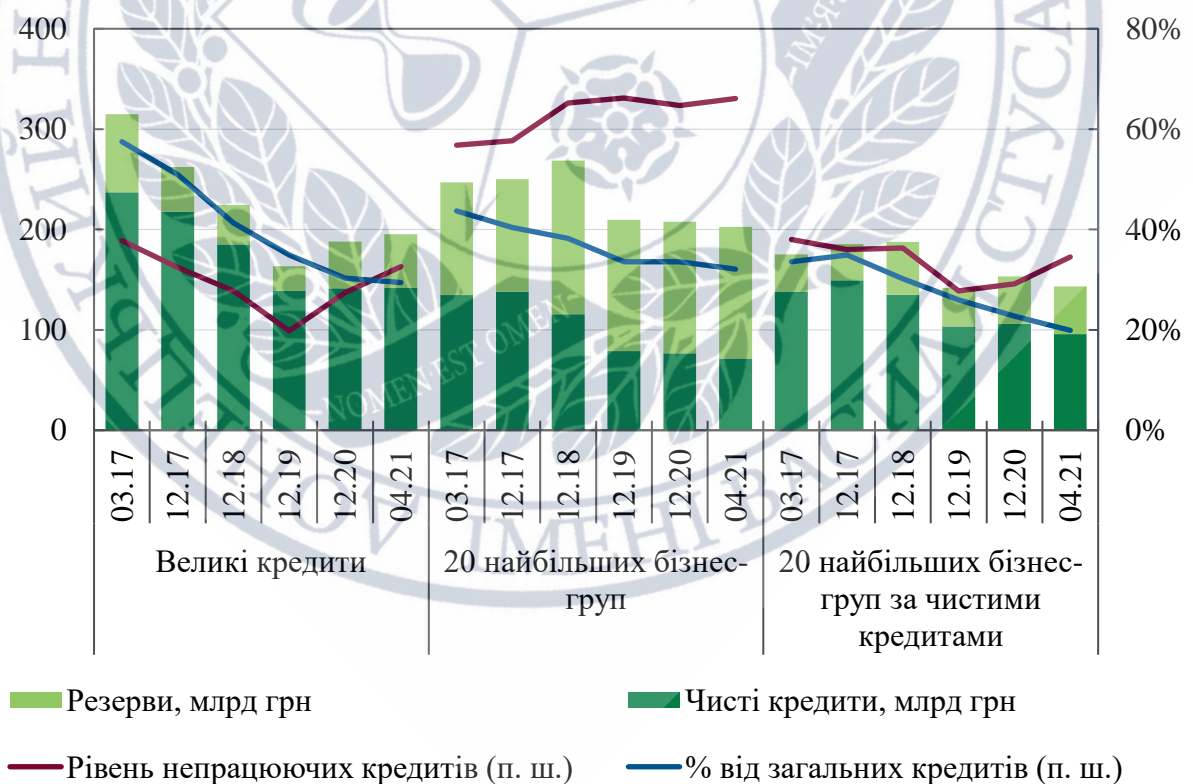
Джерело: складено авторами на основі [25]

Рисунок 2.6 – Ризики для ведення бізнесу

Кредитні ставки для бізнесу в Україні вказують на скорочення вартості залучення ресурсів, проте загалом свідчать про складність отримання кредитів та їх подальшого обслуговування в рамках організації поточних бізнес-процесів. Рівень непрацюючих кредитів бізнесу наведено на рисунку 2.9.

Рівень непрацюючих кредитів бізнесу вказує, що протягом останніх 5 років великий бізнес значно зменшив власний кредитний портфель, що було обумовлено ростом вартості кредитів та зростанням загального кредитного навантаження на економічну вартість власного капіталу корпорацій України.

Наведені тренди свідчать про потребу коригування структури капіталу на користь зростання частки власних коштів корпорацій, що дозволить: скоротити фінансові ризики; підвищити рівень фінансової автономії; активізувати інвестиційну діяльність за рахунок власних інвестиційних ресурсів; покращити загальний фінансовий стан та рейтинг кредитоспроможності [37].



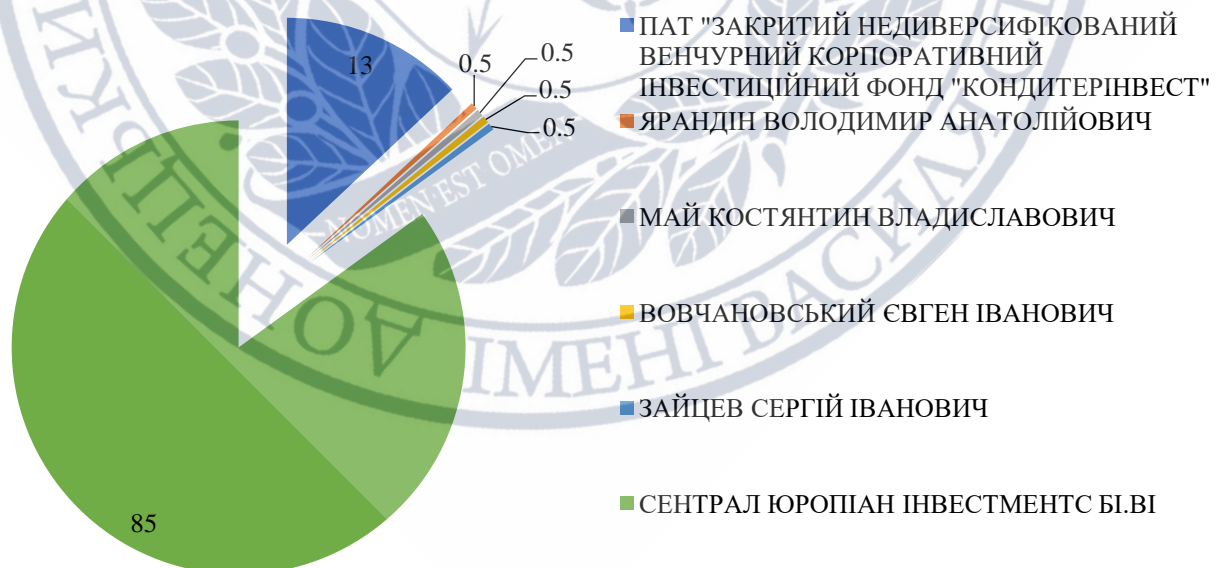
Джерело: складено авторами на основі [25]

Рисунок 2.9 – Рівень непрацюючих кредитів бізнесу

Таким чином, авторами зроблено висновок, що до ключових чинників оптимізації складу та структури фінансового капіталу корпорацій в Україні віднесено стан та динаміку розвитку фінансового, в тому числі банківського ринку, як ключового джерела залучення коштів корпораціями, при цьому в даний час в Україні як ринок цінних паперів, так і ринок кредитування не дозволяють формувати оптимальну структуру фінансового капіталу за рахунок залучення позикових коштів в довгостроковій перспективі.

2.3 Аналіз структури і ефективності управління фінансовим капіталом ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен»

Динамічний розвиток сучасного бізнесу вимагає коригування концептуальних підходів до формування та використання фінансового капіталу корпорацій, не є винятком і сектор харчової промисловості, де одну з провідних ролей відіграє кондитерська корпорація «Рошен», а аналіз буде проведено на базі ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен» (далі ВКФ «Рошен»). Структура власників ПрАТ «ВКФ «Рошен» наведена на рисунку 2.10.



Джерело: складено авторами

Рисунок 2.10 – Структура власників ПрАТ «ВКФ «Рошен», %

Структура власників ПрАТ «ВКФ «Рошен» вказує на офшорний вектор управління бізнесом, що може бути пов'язано з мінімізацією оподаткування.

У таблиці 2.1 наведено ключові показники балансу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр.

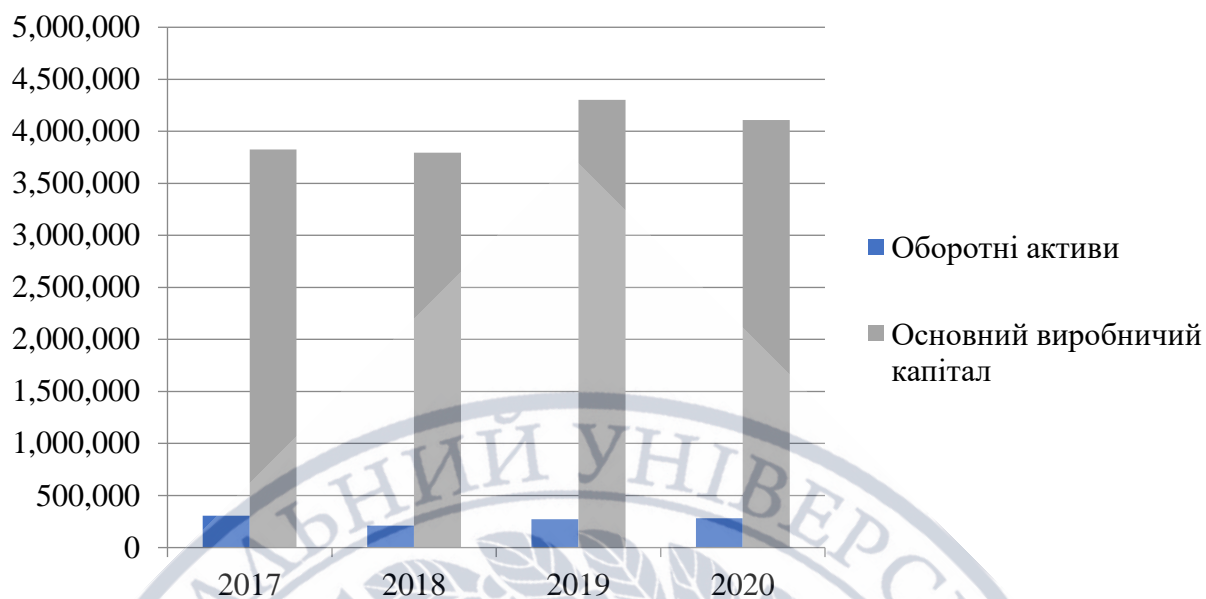
Таблиця 2.1 – Ключові показники балансу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр., тис. грн.

Показники	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст 2020 до 2017	Темп приросту 2020 до 2017, %
Активи	4 188 549	4 109 328	4 705 056	4 521 838	333 289	7,96
Оборотні активи	307 646	211 687	272 243	280 581	-27 065	-8,80
Основний виробничий капітал	3 826 057	3 793 813	4 301 126	4 109 570	283 513	7,41
Власний капітал	4 011 140	4 015 377	4 023 221	4 027 938	16 798	0,42
Довгострокові зобов'язання	39 767	26 218	23 699	12 931	-26 836	-67,48
Короткострокові зобов'язання	137 642	67 733	658 136	480 969	343 327	249,43

Джерело: складено авторами на основі [28]

Ключові показники балансу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. вказують на приріст активів фірми, які зросли на 333 289 тис. грн. (або на 7,96%), при цьому необоротні активи (рис. 2.10) мали тренд до більш активного росту, оскільки збільшилися на 283 513 тис. грн. (на 7,41 %), а оборотні при цьому зменшилися на 27 065 тис. грн. (на 8,80%), що може вказувати на значні процеси реінвестування чистого прибутку в розширення саме виробничих потужностей підприємства за період дослідження, на це вказує значна активізація інвестиційної діяльності в частині збільшення грошового потоку на придбання основних засобів за звітом про рух грошових коштів. Нерозподілений прибуток, наприклад, в 2019-2020 рр. зріс з 691338 тис. грн. до 695843 тис. грн.

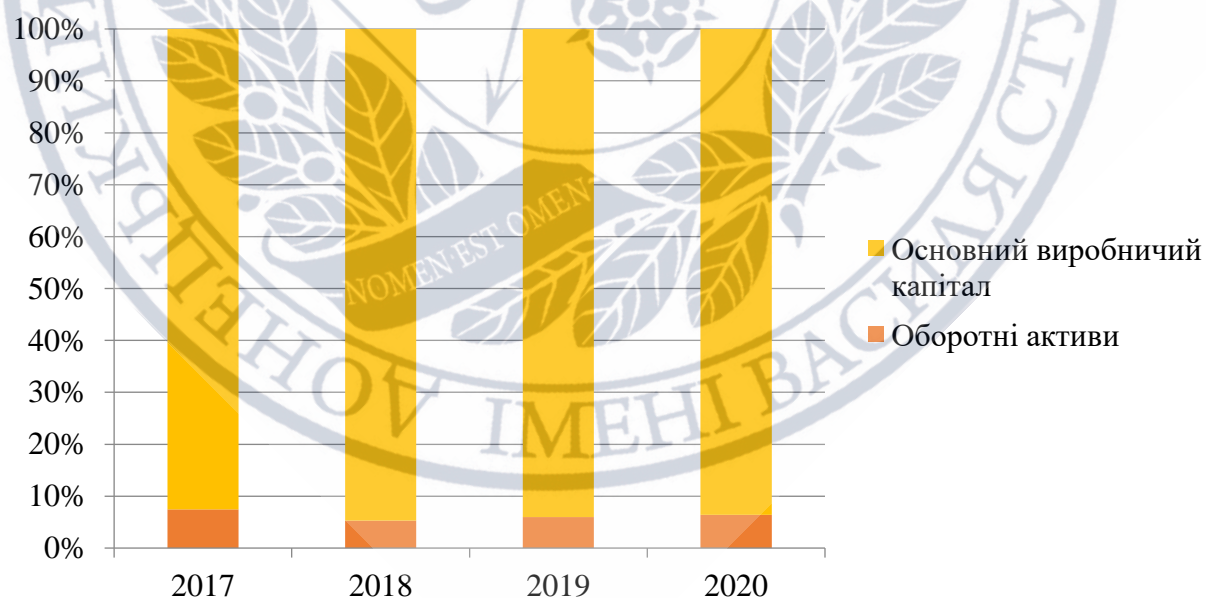
Динаміка активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. наведена на рисунку 2.11.



Джерело: складено авторами на основі [28]

Рисунок 2.11 – Динаміка активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року), тис. грн.

Динаміка активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року) вказує на позитивні тренди росту бізнесу компанії загалом. Структура активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. наведена на рисунку 2.12.

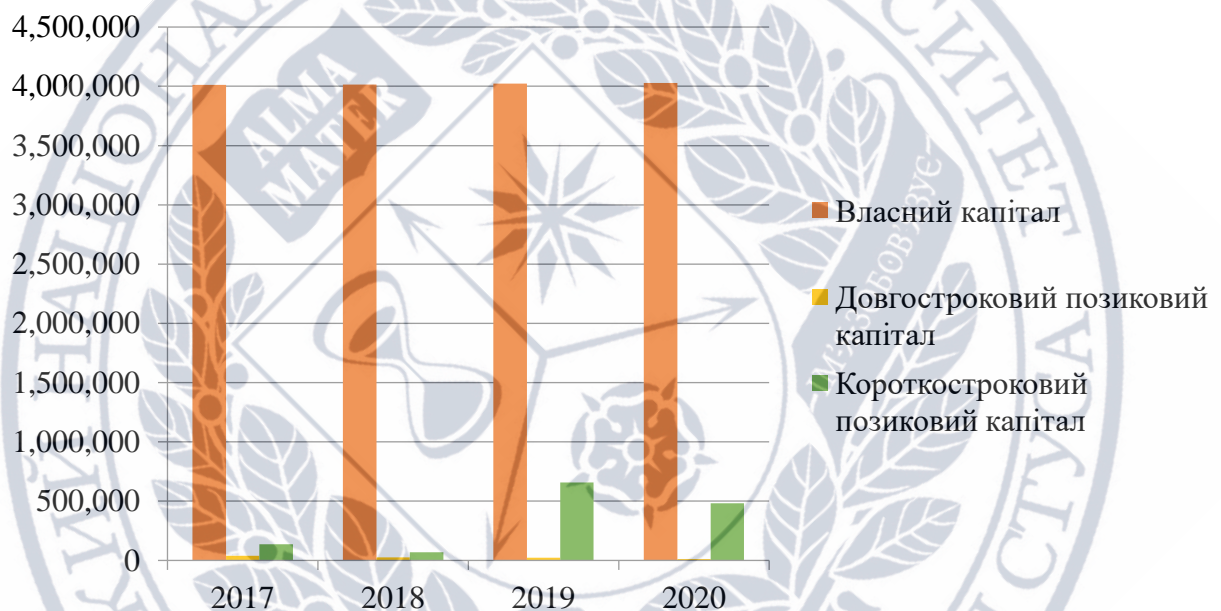


Джерело: складено авторами на основі [28]

Рисунок 2.12 – Структура активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року), %

Найбільший приріст активів спостерігався за основними засобами та дебіторською заборгованістю, що було обумовлено розширенням виробництва та збуту на підприємстві. Структура активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. вказує на стабільне переважання саме виробничих ресурсів, що можна пояснити виробничим характером бізнес-процесів корпорації.

Джерела фінансування нарощення активів може бути пояснено на основі аналізу пасивів компанії. Динаміка пасивів ПрАТ «ВКФ «Рошен» наведена на рисунку 2.13.



Джерело: складено авторами на основі [28]

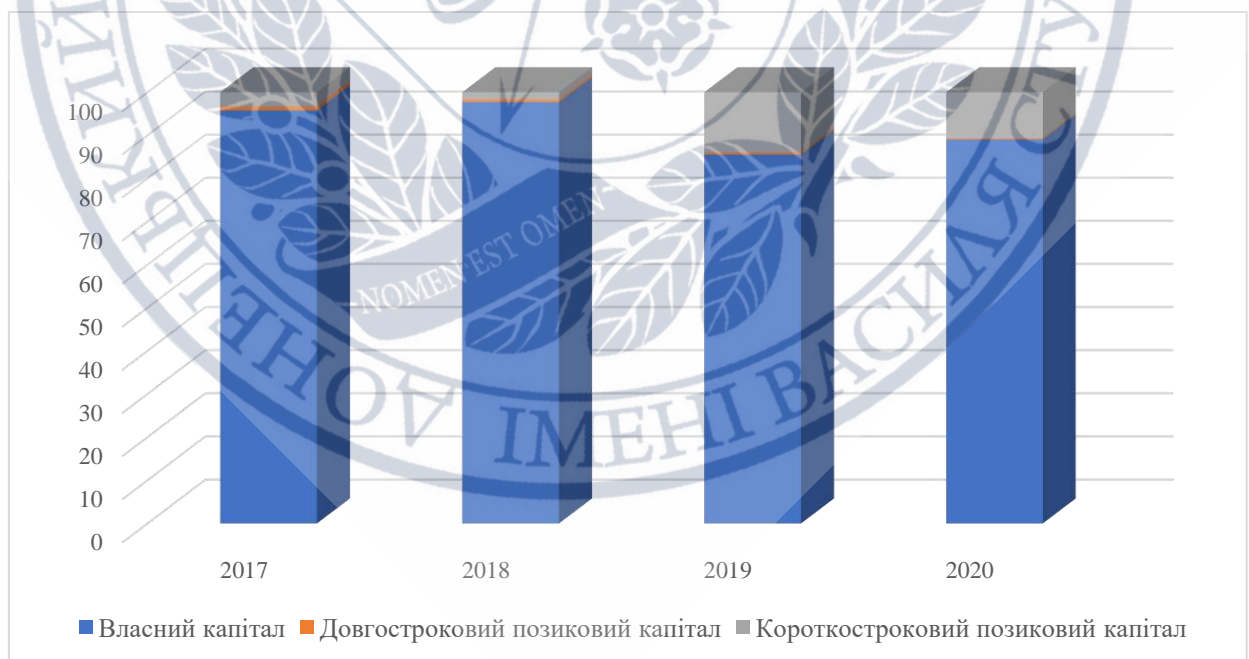
Рисунок 2.13 – Динаміка пасивів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року), тис. грн.

Обсяг власного капіталу зростав лише на величину нерозподіленого прибутку, яка формувалася з чистого прибутку бізнесу. Динаміка пасивів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року) свідчить про диференційовані джерела формування фінансового капіталу, оскільки наявними були як власні кошти у формі власного капіталу корпорації, так і позикові кошти з довгостроковим та короткостроковим періодом залучення. Зокрема, власний капітал підприємства за період за 2018-2020 рр. зріс на 16 798 тис. грн. (або на 0,42%), що вказує на позитивні тренди росту

фінансової автономії при співставленні темпів росту активів та власного капіталу. Ключове джерело зростання власного капіталу – нерозподілений прибуток, який фірма використовувала для інвестування в покупку основних засобів (інвестиційна діяльність).

У складі боргового портфелю довгострокові боргові кошти зменшилися на 26836 тис. грн. за 2018-2020 рр. (на кінець року) (на 67,48%), а поточні боргові кошти збільшилися на 343 327 тис. грн. (на 249,43%) що вказує на більшу залежність фінансування поточного бізнесу саме від поточних зобов'язань та забезпечень «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. В той же час за рахунок поточного фінансового боргу фінансувалося зростання основних фондів.

Структура пасивів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. наведена на рисунку 2.14. Структура пасивів корпорації за 2018-2020 рр. вказує на превалювання власного капіталу на понад 85 % в складі пасивів, тобто бізнес можна було вважати стабільно фінансово автономним, а фінансові ризики бізнесу були невисокими.



Джерело: складено автором на основі [28]

Рисунок 2.14 – Структура пасивів «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. (на кінець року), %

Баланс активів і пасивів за строками ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.2.

Таблиця 2.2 – Баланс активів і пасивів за строками ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показник	2017	2018	2019	2020
A1	20	88	63	68
A2	244031	102995	161947	183499
A3	58218	70475	98270	89991
A4	3826057	3793813	4301126	4109570
БАЛАНС	4128326	3967371	4561406	4383128
П1	81267	15785	27921	45036
П2	0	0	0	0
П3	39767	26218	23699	12931
П4	4011140	4015377	4023221	4027938
БАЛАНС	4132174	4057380	4074841	4085905
Платіжний надлишок / дефіцит				
A1-П1	-81247	-15697	-27858	-44968
A2-П2	244031	102995	161947	183499
A3-П3	18451	44257	74571	77060
A4-П4	-185083	-221564	277905	81632

Джерело: розраховано авторами

Баланс активів і пасивів за строками ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на незадовільний стан формування поточного фінансового капіталу та його співмірності з найбільш ліквідними коштами, оскільки платіжна недостача A1-П1 (високоліквідні активи (кошти й поточні фінансові інвестиції)/ короткострокові пасиви (поточна кредиторська заборгованість) була стабільно від'ємною протягом періоду аналізу. Баланс можна вважати абсолютно не ліквідним.

Структура позикового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.3. Структура позикового капіталу підприємства за 2017-2020 рр. вказує на стратегічне переважання в складі пасивів саме короткострокових боргів, частка яких зросла з 77,6% в 2017 р. до 97,4% в 2020 р., а частка довгострокових боргів відповідно скоротилася з 22,4% до 2,6%, що вказує на погіршення диверсифікації боргового портфеля фінансового капіталу.

Таблиця 2.3 – Структура позикового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Довгостроковий позиковий капітал				
Тис.грн	39767,0	26218,0	23699,0	12931,0
ланцюговий приріст, тис.грн	39767,0	-13549,0	-2519,0	-10768,0
ланцюговий приріст, %	x	-34,1	-9,6	-45,4
2. Короткостроковий позиковий капітал				
Тис.грн	137642,0	67733,0	658136,0	480969,0
ланцюговий приріст, тис.грн	137642,0	-69909,0	590403,0	-177167,0
ланцюговий приріст, %	x	-50,8	871,7	-26,9
3. Частка платних позикових джерел у структурі позикового капіталу, %	100,0	100,0	100,0	100,0
у тому числі				
довгострокових	22,4	27,9	3,5	2,6
короткострокових	77,6	72,1	96,5	97,4

Джерело: розраховано авторами на основі [28]

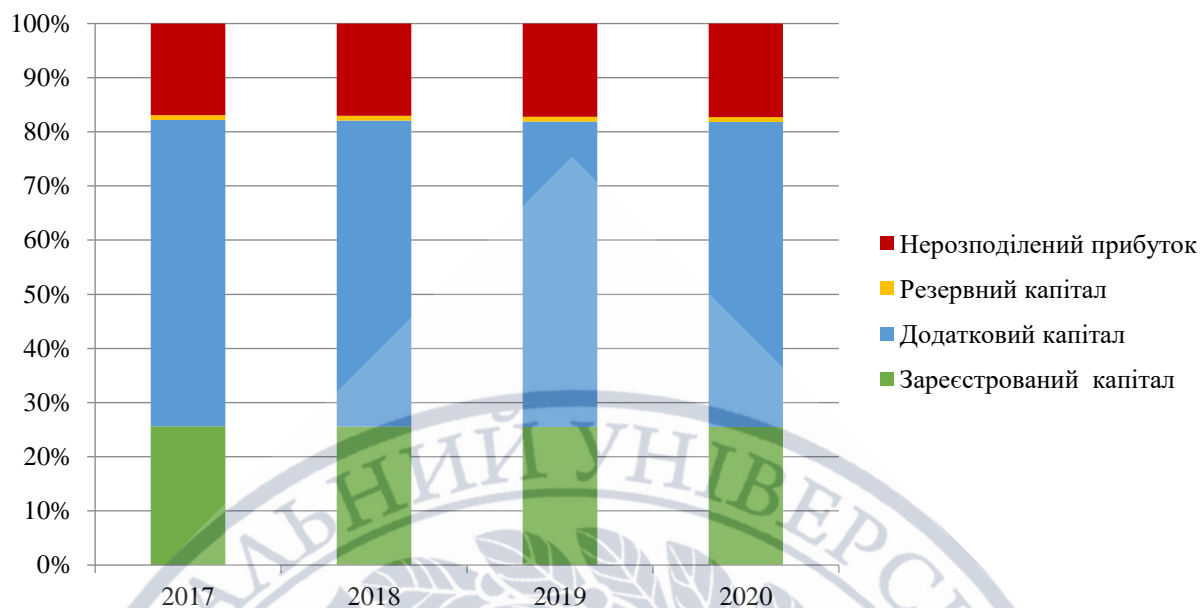
Склад власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.4.

Таблиця 2.4 – Склад власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показники	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст 2020 до 2017, тис. грн.	Темп приросту 2020 до 2017, %
Зареєстрований капітал	1 026 876	1 026 876	1 026 876	1 026 876	0	0,00
Додатковий капітал	2 269 400	2 269 400	2 269 400	2 269 400	0	0,00
Емісійний дохід	2 269 400	2 269 400	2 269 400	2 269 400	0	0,00
Резервний капітал	35 428	35 607	35 607	35 819	391	1,10
Нерозподілений прибуток	679 436	683 494	691 338	695 843	16 407	2,41
Усього власний капітал	4 011 140	4 015 377	4 023 221	4 027 938	16 798	0,42

Джерело: складено авторами на основі [28]

Структура власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена на рисунку 2.15.



Джерело: складено авторами на основі [28]

Рисунок 2.15 – Структура власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., %

Склад власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на стабільність компонентів статутного, додаткового капіталу та емісійного доходу, при цьому резервний капітал виріс лише на 391 тис. грн. за рахунок відрахувань з чистого прибутку, а нерозподілений прибуток зріс на 1607 тис. грн. (на 2,41%), ключовим джерелом його формування був чистий прибуток. В структурі власного капіталу корпорації за 2017-2020 рр. переважав додатковий емісійний дохід та зареєстрований капітал, що вказує на низький рівень чистого прибутку на формування нерозподіленого прибутку в рамках власного капіталу корпорації.

Довгострокові зобов'язання і забезпечення ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.5.

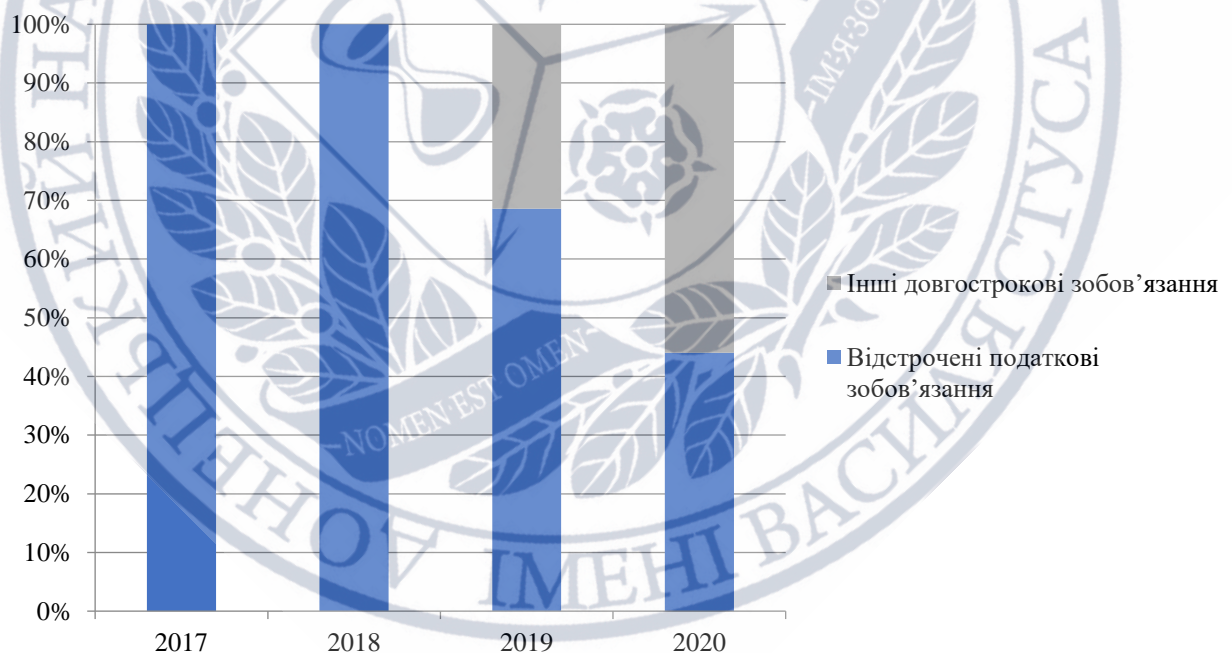
Довгострокові зобов'язання і забезпечення «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. скорочувалися за рахунок зменшення на 34075 тис. грн. відстрочених податкових зобов'язань.

Таблиця 2.5 – Довгострокові зобов'язання і забезпечення ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показники	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст 2020 до 2017, тис. грн.	Темп приросту 2020 до 2017, %
Відстрочені податкові зобов'язання	39 767	26 218	16 255	5 692	-34 075	-85,69
Інші довгострокові зобов'язання	0	0	7 444	7 239	7 239	x
Всього довгострокові зобов'язання і забезпечення	39 767	26 218	23 699	12 931	-26 836	-67,48

Джерело: складено авторами на основі [28]

Структура довгострокових зобов'язань і забезпечень ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена на рисунку 2.16.



Джерело: складено авторами на основі [28]

Рисунок 2.16 – Структура довгострокових зобов'язань і забезпечень ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., %

В структурі довгострокових зобов'язань і забезпечень ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. фактично головну роль відігравала відстрочені

податкові зобов'язання, що було пов'язано з податковою політикою корпорації.

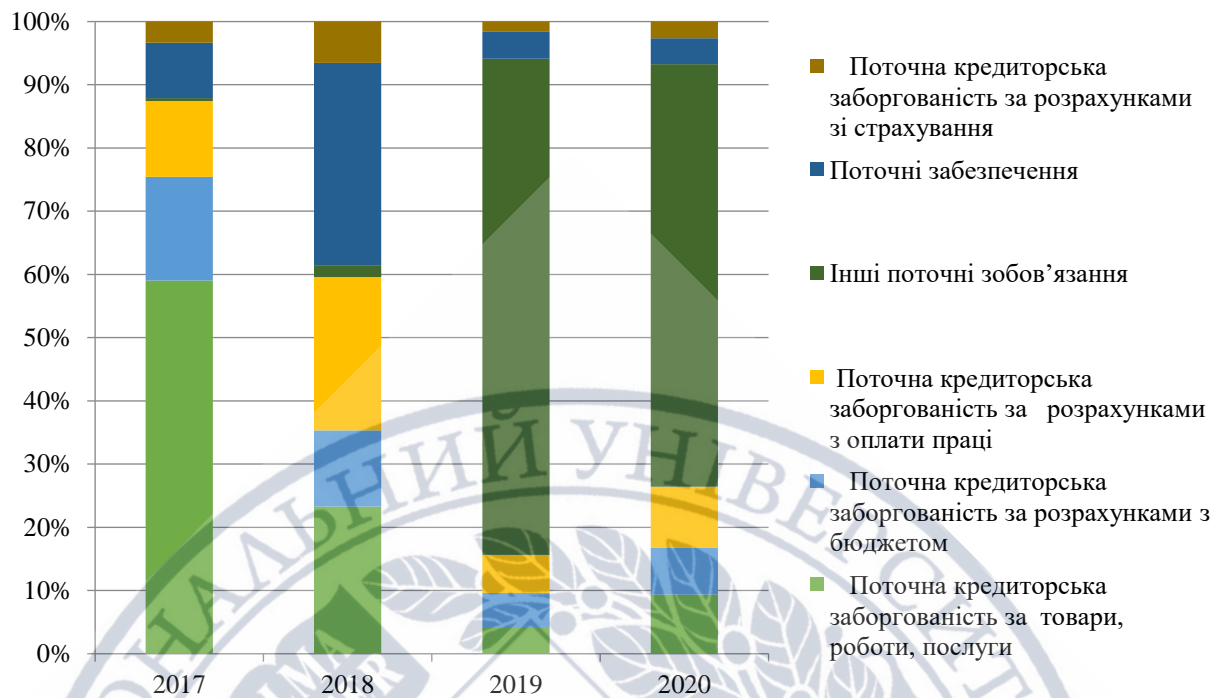
Поточні зобов'язання і забезпечення ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.6.

Таблиця 2.6 – Поточні зобов'язання і забезпечення ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показники	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст 2020 до 2017, тис. грн.	Темп приросту 2020 до 2017, %
Поточна кредиторська заборгованість за:						
товари, роботи, послуги	81 267	15 785	27 921	45 036	-36 231	-44,58
розрахунками з бюджетом	22 534	8 151	35 312	35 462	12 928	57,37
у тому числі з податку на прибуток	5 793	3 458	3 547	766	-5 027	-86,78
розрахунками зі страхування	4 604	4 435	10 679	12 678	8 074	175,37
розрахунками з оплати праці	16 515	16 426	39 746	46 449	29 934	181,25
одержаними авансами	13	0	30	0	-13	-100,00
із внутрішніх розрахунків	0	0	0	5	5	x
Поточні забезпечення	12 089	21 662	28 121	19 748	7 659	63,36
Інші поточні зобов'язання	620	1 274	516 327	321 591	320 971	51769,52
Всього поточні зобов'язання і забезпечення	137 642	67 733	658 136	480 969	343 327	249,43

Джерело: складено авторами на основі [28]

Структура поточних зобов'язань і забезпечень ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена на рисунку 2.17.



Джерело: складено авторами на основі [28]

Рисунок 2.17 – Структура поточних зобов'язань і забезпечень ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., %

Поточні зобов'язання і забезпечення ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. зросли за рахунок динамічного приросту інших поточних зобов'язань на 320 971 тис. грн. (у 518 разів), при цьому за товари та послуги кредиторська заборгованість скоротилася на 36 231 тис. грн., що вказує на покращення фінансової дисципліни компанії. Структура поточних зобов'язань і забезпечень досліджуваного підприємства за 2017-2020 рр. вказує на стратегічне переважання інших поточних зобов'язань (поточні зобов'язання за цінними паперами, розрахунки з депонентами, депозитні суми, розрахунки за страхуванням, спеціальні види платежів та зобов'язання перед іншими кредиторами).

Динаміка фінансових результатів корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.7. Динаміка фінансових результатів корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на покращення загальної господарської ефективності бізнесу, оскільки чистий дохід від реалізації мав тренд до зростання на 737 745 тис. грн. (на 80,74%), при цьому

собівартість продукції збільшилася на 693 019 тис. грн. (на 82,34%), а чистий прибуток зріс на 1 122 тис. грн. (на 31,21%). що вказує на покращення ефективності як маркетингового, так і фінансового управління підприємством.

Таблиця 2.7 – Динаміка фінансових результатів корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показники	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст 2020 до 2017, тис. грн.
Чистий дохід від реалізації продукції, тис. грн.	913 705	1 199 526	1 413 796	1 651 450	737 745
Собівартість продукції, тис. грн.	841 662	1 103 827	1 305 491	1 534 681	693 019
Чистий прибуток, тис. грн.	3 595	4 237	7 844	4 717	1 122
Рентабельність активів ROA, %	0,09	0,10	0,17	0,10	0,02
EBITDA, тис. грн.	289 068	282 114	319 359	398 537	109 469
EBIT, тис. грн.	22 587	6 545	27 584	56 294	33 707
Прибуток до оподаткування, тис. грн.	13 091	5 391	9 972	4 956	-8 135
ROI, %	0,09	0,11	0,19	0,12	0,03
Коефіцієнт фінансового левериджу, частка од.	0,04	0,02	0,17	0,12	0,08
Ефект фінансового левериджу, частка од.	69,80	222,51	141,78	333,22	263,43

Джерело: складено авторами на основі [28]

Рентабельність активів, як і рентабельність інвестованого капіталу була менше 1%, що вказує на низьку економічну привабливість для інвесторів акцій компанії при їх розміщенні на публічній фондовій біржі. Коефіцієнт фінансового левериджу вказує на те, що на 1 грн. власного капіталу в 2017 р. припадало 0,04 грн. боргів, а в 2020 р. – 0,12 боргів, тобто боргове навантаження порівняно було низьким, проте в динаміці зростало (негативний тренд). Ефект фінансового левериджу вказує на динамічне нарощення валового доходу на кожну гривню фінансового результату до оподаткування, зокрема, даний показник виріс на 63,43 грн. або майже в 5 разів.

Показники фінансової незалежності ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.8.

Таблиця 2.8 – Показники фінансової незалежності ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., частка од.

Показник	2017	2018	2019	2020	Відхилення 2020 до 2017	Рекомендоване значення, частка од.
Коефіцієнт автономії, частка од.	0,96	0,98	0,86	0,89	-0,07	не менше 0,5
Коефіцієнт фінансового ризик, частка од.	0,04	0,02	0,17	0,12	0,08	менше 1
Коефіцієнт фінансової стабільності, частка од.	22,61	42,74	5,90	8,16	-14,45	більше 1
Коефіцієнт перманентного капіталу, частка од.	0,97	0,98	0,86	0,89	-0,07	більше 0,5
Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів, частка од.	0,22	0,28	0,03	0,03	-0,20	зростає

Джерело: розраховано авторами

Показники фінансової незалежності досліджуваного підприємства за 2017-2020 рр. вказують на скорочення фінансової автономії на 7% (показник вище рекомендованого значення 50%), оскільки темпи зміни власного капіталу були нижчими за темпи зміни боргового портфеля бізнесу.

При цьому рівень фінансового ризику ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. зростав на 8% (показник в рамках рекомендованого значення 100%), а рівень фінансової стабільності зменшився на 14,45% (показник в рамках рекомендованого значення), проте частка перманентного капіталу скоротилася на 7% (показник в рамках рекомендованого значення), а довгострокових позикових коштів на 20%, що з одного боку вказує на стабільний стан фінансової керованості фінансовим капіталом корпорації, а з іншого – на погіршення абсолютних значень фінансових індикаторів.

Важливе значення для оцінки якості фінансового управління бізнесом відіграє діагностика достатності коштів для формування запасів. Трикомпонентна модель фінансової стійкості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.9.

Таблиця 2.9 – Трикомпонентна модель фінансової стійкості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., тис. грн.

Показник	2017	2018	2019	2020
Власні оборотні кошти (ВОК)	185083	221564	-277905	-81632
Власні оборотні та довгострокові позикові кошти (ВДК)	322725	289297	380231	399337
Загальна сума коштів (ЗК)	460367	357030	1038367	880306
Запаси (З)	58218	70475	98270	89991
Надлишок (дефіцит) власних оборотних коштів для формування запасів (ΔВОК)	126865	151089	-376175	-171623
Надлишок (дефіцит) власних оборотних та довгострокових позикових коштів для формування запасів (ΔВДК)	264507	218822	281961	309346
Надлишок (дефіцит) загальних коштів для формування запасів (ΔЗК)	402149	286555	940097	790315
Тип фінансової стійкості	НФС	НФС	НФС	НФС

Джерело: розраховано авторами

Трикомпонентна модель фінансової стійкості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на нормальний тип фінансової стійкості, оскільки наявним був надлишок ВОК та загальних коштів для формування запасів та поточної організації бізнес-процесів на підприємстві. Показники ліквідності бізнесу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.10.

Таблиця 2.10 – Показники ліквідності бізнесу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показник	2017	2018	2019	2020	Відхилення	Рекомендоване значення
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	більше 0,2
Проміжний коефіцієнт ліквідності	1,77	1,52	0,25	0,38	-1,39	0,6 - 0,8
Коефіцієнт поточної ліквідності	2,24	3,13	0,41	0,58	-1,65	більше 2,0
Коефіцієнт платоспроможності	1,73	2,25	0,40	0,57	-1,17	зростання

Джерело: розраховано авторами

Показники ліквідності бізнесу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказують, що абсолютна ліквідність була на недостатньому рівні (рекомендоване значення не виконувалося), при цьому хоча проміжний рівень ліквідності і скоротився на 139%, в 2019-2020 рр. він не був в рамках нормативних значень, а поточна ліквідність скоротилася на 165% і була значно

менше рекомендованого значення, аналогічний тренд демонстрував і коефіцієнт ліквідності, що впав на 117%, а це вказує на потребу перегляду політики управління фінансовим капіталом за векторами його залучення та використання, оскільки ключовим джерелом фінансування оновлення основних фондів фактично були власні кошти, які складали основу структури фінансового капіталу та були більш дорогі в залучені, а використання більш дешевого фінансового ресурсу – довгострокових кредитів по пільговим ставкам фактично не було. Важливе значення для діагностики якості фінансового управління відіграє аналіз ділової активності підприємства. Показники зміни ділової активності «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.11.

Таблиця 2.11 – Показники зміни ділової активності ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показник	2017	2018	2019	2020	Відхилення 2020 до 2017
Продуктивність активів, оборотів	0,22	0,29	0,30	0,37	0,15
Фондовіддача, грн.	0,24	0,32	0,33	0,40	0,16
Коефіцієнт оборотності оборотних коштів, оборотів	2,97	5,67	5,19	5,89	2,92
Тривалість обороту оборотних коштів, днів	123	64	70	62	-60,88
Коефіцієнт оборотності запасів, оборотів	15,69	17,02	14,39	18,35	2,66
Тривалість обороту запасів, днів	23	21	25	20	-3,37
Коефіцієнт оборотності дебітор. і заборгованості, оборотів	3,74	11,65	8,73	9,00	5,26
Тривалість обороту дебітор. заборгованості, днів	97	31	42	41	-56,93
Коефіцієнт оборотності кредитор. заборгованості, оборотів	11,24	75,99	50,64	36,67	25,43
Тривалість обороту кредиторської заборгованості, днів	32	5	7	10	-22,51

Джерело: розраховано авторами

Показники зміни ділової активності ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказують на тренди погіршення якості фінансового управління, оскільки продуктивність активів (фінансового капіталу) зросла лише на 0,15 обороти на рік, при цьому зросла і оборотність оборотних ресурсів – на 2,92 оборотів, а

тривалість обороту кредиторської заборгованості зросла майже в 3 рази, що вказує на більш ефективне використання безкоштовних кредиторських коштів в рамках господарського процесу бізнесу.

Показники прибутковості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.12.

Таблиця 2.12 – Показники прибутковості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показник	2017	2018	2019	2020	Відхилення 2020 до 2017, в.п.
Рентабельність активів ROA, %	0,09	0,1	0,17	0,1	0,02
Рентабельність власного капіталу ROE, %	0,09	0,11	0,19	0,12	0,03
Рентабельність основного капіталу, %	0,09	0,11	0,18	0,11	0,02
Рентабельність діяльності, %	0,39	0,35	0,55	0,29	-0,11
Продуктивність активів, оборотів	0,22	0,29	0,3	0,37	0,15
Продуктивність власного капіталу, оборотів	0,23	0,3	0,35	0,41	0,18
Продуктивність основного капіталу, оборотів	0,24	0,32	0,33	0,4	0,16
EBITDA, тис. грн.	289068	282114	319359	398537	109469
EBIT, тис. грн.	22587	6545	27584	56294	33707
EBITDA / Активи, грн.	0,07	0,07	0,07	0,09	0,02
EBIT / Актив, грн.	0,01	0	0,01	0,01	0,01

Джерело: розраховано авторами на основі [28]

Показники прибутковості ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. також вказують на існування фінансової кризи, оскільки обсяги та масштаби бізнесу, величина його капіталу були в десятки разів більшими як за величину чистого прибутку, так і за середні галузеві показники прибутковості, особливо з урахуванням міжнародної спрямованості корпорації та її домінуючого становища на кондитерському ринку України: незважаючи на абсолютне зростання чистого прибутку підприємства рівень прибутковості бізнесу був низьким – менше 1 % і демонструвала погіршення за всіма напрямками, зокрема, рентабельність активів зросла на 0,02%, рентабельність власного капіталу - на 0,03%, основного виробничого капіталу – на 0,20%, а

господарської діяльності – скоротилася на 0,11%. Динаміка зростання виручки, активів та чистого прибутку ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.13.

Таблиця 2.13 – Динаміка зростання виручки, активів та чистого прибутку «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., %

Показники	2018р.	2019р.	2020р.
1. Темпи зростання активів, % до			
ланцюговий приріст	98,1	114,5	96,1
2. Темпи зростання виручки від продажу продукції, % до			
ланцюговий приріст	131,3	117,9	116,8
3. Темпи зростання чистого прибутку, % до			
ланцюговий приріст	117,9	185,1	60,1

Джерело: розраховано авторами

Динаміка зростання виручки, активів та чистого прибутку ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на відсутність золотого правила росту бізнесу, що вказує на незбалансований портфель фінансового капіталу. Балансова вартість чистих активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.14.

Таблиця 2.14 – Балансова вартість чистих активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Балансова величина активів, тис.грн	4188549	4109328	4705056	4521838
абсолютна зміна до попереднього року, тис.грн	4188549	-79221	595728	-183218
ланцюговий приріст, %	x	-1,9	14,5	-3,9
2. Позиковий капітал, тис.грн	177409	93951	681835	493900
абсолютна зміна до попереднього року, тис.грн	177409	-83458	587884	-187935
ланцюговий приріст, %	x	-47,0	625,7	-27,6
3. Балансова вартість чистих активів, тис.грн	4011140	4015377	4023221	4027938
абсолютна зміна до попереднього року, тис.грн	4011140	4237	7844	4717
ланцюговий приріст, %	x	0,1	0,2	0,1

Джерело: складено авторами на основі [28]

Балансова вартість чистих активів досліджуваного підприємства за 2017-2020 рр. вказує на зростання даного показника з 4011140,0 тис. грн. до

4027938,0 тис. грн., що є позитивним сигналом для інвесторів та власників компанії.

Витрати на власний капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.15.

Таблиця 2.15 – Фактичні витрати на власний капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Власний капітал				
тис.грн	4011140,0	4015377,0	4023221,0	4027938,0
ланцюговий приріст, тис.грн	4011140,0	4237,0	7844,0	4717,0
ланцюговий приріст, %	x	0,1	0,2	0,1
2. Нерозподілений прибуток				
тис.грн	679436,0	683494,0	691338,0	695843,0
ланцюговий приріст, тис.грн	679436,0	4058,0	7844,0	4505,0
ланцюговий приріст, %	x	0,6	1,1	0,7
3. Фактичні витрати на власний капітал (відповідно до ROE), %	7,8	7,3	7,2	6,8

Джерело: складено авторами на основі [28]

Витрати на власний капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. загалом скоротилися з 7,8% до 6,8% або на 1,0%, що вказує на неадекватність покриття мінімальної норми доходності для власників.

Середньозважені фактичні витрати на капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведено у таблиці 2.16.

Таблиця 2.16 – Середньозважені фактичні витрати на капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр., %

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Частка власного капіталу у загальній його величині	95,8	97,7	85,5	89,1
2. Витрати фактичні на власний капітал (відповідно до ROE), %	7,8	7,3	7,2	6,8
3. Частка платних позикових джерел у структурі капіталу	4,2	2,3	14,5	10,9
4. Витрати на позиковий капітал, %	0	0	2,27	10,35
5. Середньозважені фактичні витрати на капітал, %	7,5	7,1	6,5	7,2

Джерело: розраховано авторами на основі [28]

Середньозважені витрати на капітал ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. мали тренд до скорочення з 7,5% до 7,1% в 2017-2018 рр., скорочення до

6,5% в 2018-2019 рр. та зростання до 7,2% в 2019-2020 рр. За даним показником позитивної динаміки управління фінансовим капіталом корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. не спостерігалось.

Вартість власного капіталу (мінімальна норма доходності) відповідно до моделі CAPM :

$$RE = R_f + \beta \times (R_m - R_f), \quad (2.1)$$

де, R_f - прибутковість безризикових активів (прибутковість державних цінних паперів);

R_m - очікувана середня норма прибутку ринкового портфеля;

$(R_m - R_f)$ - премія за ризик вкладення в акції (в ряді навчальних посібників премія за ринковий ризик приймається рівною 5%);

β - коефіцієнт, що характеризує чутливість оцінюваної цінного паперу до змін ринкової прибутковості (розраховується за статистичними даними і висловлює варіабельність прибутковості цінного паперу по відношенню до середньоринкової прибутковості).

$$RE = 13 + 1,3 \times 5 = 19,5\% \quad (2.2)$$

Фундаментальна вартість капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.17.

Таблиця 2.17 – Фундаментальна вартість капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Чиста рентабельність капіталу, %	0,1	0,1	0,2	0,1
2. Спред прибутковості капіталу, %	-8,2	-7,5	-8,9	-8,2
3. Додана вартість капіталу, тис.грн	-345483,8	-308046,3	-420274,7	-369853,9
4. Фундаментальна вартість капіталу, тис.грн	1660086,2	3705212,2	3599024,3	3655725,6
ланцюговий приріст, тис.грн	х	2045125,9	-106187,9	56701,3
ланцюговий приріст, %	х	123,2	-2,9	1,6

Джерело: розраховано авторами на основі [28]

Фундаментальна вартість капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. зростала з 1660086,2 тис. грн. до 3655725,6 тис. грн., проте негативними сигналами стосовно управління фінансовим капіталом були: чиста рентабельність капіталу на рівні 0,1-0, 2%, спред прибутковості капіталу стабільно від'ємний, зростання негативного рівня доданої вартості капіталу. Коефіцієнт стійкості економічного зростання та чиста рентабельність (збитковість) реалізації продукції ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.18.

Коефіцієнт стійкості економічного зростання та чиста рентабельність (збитковість) реалізації продукції «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказують на негативні тренди, оскільки вони мали тенденцію до скорочення, при цьому продуктивність активів не покращилася, а зростання продуктивності персоналу було забезпечено за рахунок скорочення чисельності працівників, тобто фактор мав деструктивний вплив на бізнес корпорації.

Таблиця 2.18 – Коефіцієнт стійкості економічного зростання та чиста рентабельність (збитковість) реалізації продукції ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017р.	2018р.	2019р.	2020р.
1. Чиста рентабельність (збитковість) реалізації продукції, %	0,4	0,4	0,6	0,3
2. Чиста рентабельність (збитковість) власного капіталу, %	0,2	0,1	0,2	0,1
3. Продуктивність функціонування активів, грн./грн	0,4	0,3	0,3	0,4
4. Продуктивність персоналу, тис.грн/особу	838,3	1116,9	1356,8	1762,5
5. Тривалість обороту активів, днів	836,6	1262,5	1137,8	1019,7
6. Коефіцієнт стійкості економічного зростання	0,339	0,001	0,002	0,001

Джерело: розраховано авторами

Проведемо аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Абсолютна зміна продуктивності активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. наведена у таблиці 2.19. Абсолютна зміна продуктивності активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на значне скорочення

ефективності використання активів та пасивів, оскільки продуктивність активів скоротилася з 111,51 до 24,29 грн.

В той же час головними факторами даного процесу була зміна коефіцієнту оборотності дебіторської заборгованості, частки дебіторської заборгованості у оборотних активах та коефіцієнту структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен».

Таблиця 2.19 – Абсолютна зміна продуктивності активів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр.

Показники	2017	2018	2019	2020
1. Виручка від реалізації, тис.грн.	913 705	1 199 526	1 413 796	1 651 450
2. Активи, тис.грн.	4 188 549	4 109 328	4 705 056	4 521 838
3. Дебіторська заборгованість, тис.грн.	244 031	102 995	161 947	183 499
4. Оборотні активи, тис.грн.	307 646	211 687	272 243	280 581
5. Поточні зобов'язання, тис.грн.	137 642	67 733	658 136	480 969
6. Позиковий капітал, тис.грн.	177 409	93 951	681 835	493 900
7. Власний капітал, тис.грн.	4 011 140	4 015 377	4 023 221	4 027 938
Розрахункові дані				
Фактори впливу				
8. Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості, оборотів	3,74	11,65	8,73	9,00
9. Частка дебіторської заборгованості у загальній величині оборотних активів	0,79	0,49	0,59	0,65
10. Коефіцієнт поточної ліквідності	2,24	3,13	0,41	0,58
11. Частка поточних зобов'язань у загальній величині позикового капіталу	0,78	0,72	0,97	0,97
12. Коефіцієнт структури капіталу	22,61	42,74	5,90	8,16
13. Коефіцієнт автономії	0,96	0,98	0,86	0,89
Абсолютна зміна продуктивності активів, що відбулася за рахунок зміни:				
14. Коефіцієнту оборотності дебіторської заборгованості, оборотів		235,35	-133,52	0,32
15. Частки дебіторської заборгованості у оборотних активах		-134,11	88,98	1,07
16. Коефіцієнту поточної ліквідності		84,74	-423,98	4,86
17. Частки поточних зобов'язань у позиковому капіталі		-21,05	21,92	0,15
18. Коефіцієнту структури капіталу		246,12	-74,64	6,45
19. Коефіцієнту автономії		10,64	-1,49	0,97
20. Сукупний вплив факторів		421,68	-522,74	13,83
21. Продуктивність активів	111,51	533,20	10,46	24,29

Джерело: розраховано авторами на основі [28]

Оцінка економічної безпеки ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. наведена у таблиці 2.20.

Оцінка економічної безпеки ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. вказує на стратегічне погіршення якості управління фінансовим капіталом, оскільки ризики банкрутства підприємства були досить високими, тому слід переглянути існуючу фінансово-виробничу політику бізнесу.

Таблиця 2.20 – Оцінка економічної безпеки ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр.

Показник	2018	2019	2020	Абсолютне відхилення
Методика Альтмана				
X1	0,05	0,06	0,06	0,01
X2	0,00	0,00	0,00	0,00
X3	0,02	0,02	0,03	0,00
X4	0,64	0,09	0,12	-0,52
X5	0,29	0,30	0,37	0,07
Z (оцінка)	0,82	0,50	0,60	-0,22
Модель Спрінгера				
X1	0,04	-0,08	-0,04	-0,08
X2	0,02	0,02	0,03	0,00
X3	1,41	0,16	0,24	-1,17
X4	0,29	0,30	0,37	0,07
Z (оцінка)	1,16	0,21	0,34	-0,82
Модель Таффлера				
X1	1,41	0,16	0,24	-1,17
X2	3,13	0,41	0,58	-2,54
X3	0,02	0,14	0,11	0,09
X4	0,29	0,30	0,37	0,07
Z (оцінка)	1,20	0,21	0,28	-0,92
Дискримінантна модель				
X1	0,00	0,00	0,00	0,00
X2	43,74	6,90	9,16	-34,58
X3	0,00	0,00	0,00	0,00
X4	0,00	0,01	0,00	0,00
X5	0,06	0,07	0,05	0,00
X 6	0,29	0,30	0,37	0,07
Z (оцінка)	3,58	0,65	0,81	-2,77

Джерело: розраховано авторами

Отже, проведена оцінка сучасного стану та ефективності використання фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на загальне збільшення обсягів господарювання, проте склад та структура капіталу на фоні нормативної достатності для фінансової автономії

демонстрували погіршення ефективності використання фінансового капіталу, оскільки рентабельність та ділова активність бізнесу були мізерними та скорочувалися.

Ключові показники балансу «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. вказують на приріст активів фірми, які зросли на 333 289 тис. грн. (або на 7,96%), при цьому необоротні активи мали тренд до більш активного росту, оскільки збільшилися на 283 513 тис. грн. (на 7,41 %), а оборотні при цьому зменшилися на 27065 тис. грн. (на 8,80%), що може вказувати на значні процеси реінвестування чистого прибутку в розширення саме виробничих потужностей підприємства за період дослідження, на це вказує знана активізація інвестиційної діяльності в частині збільшення грошового потоку на придбання основних засобів за звітом про рух грошових коштів. Нерозподілений прибуток, наприклад, в 2019-2020 рр. зріс з 691338 тис. грн. до 695843 тис. грн.

Обсяг власного капіталу зростав лише на величину нерозподіленого прибутку, яка формувалася з чистого прибутку бізнесу. Зокрема, власний капітал підприємства за період за 2018-2020 рр. зріс на 16 798 тис. грн. (або на 0,42%), що вказує на позитивні тренди росту фінансової автономії при співставленні темпів росту активів та власного капіталу.

Розмір власного капіталу великих підприємств зріс за період аналізу на 0,93 трлн. грн., при цьому в складі фінансового капіталу скоротився з 40,42% до 39,45% (на 0,97 в.п.), в той же час частка власного капіталу великих підприємств в складі фінансового капіталу порівняно з загальними трендами була вищою на 8-10%. Величина довгострокових боргів за період оцінки у великих підприємствах зросла на 0,27 трлн. грн., а поточних – на 1,21 трлн. грн., загалом же фінансовий капітал великих підприємств зріс на 2,41 трлн. грн. В структурі фінансового капіталу довгострокові борги скоротилися з 18,05% до 14,32% (на 3,73 в.п.), а поточні борги зросли з 41,51% до 46,22% (зросли на 4,71 в.п.), даний розподіл капіталу можна пояснити трендами залучення ресурсів, діловою активністю корпорацій, розвитком кредитного та

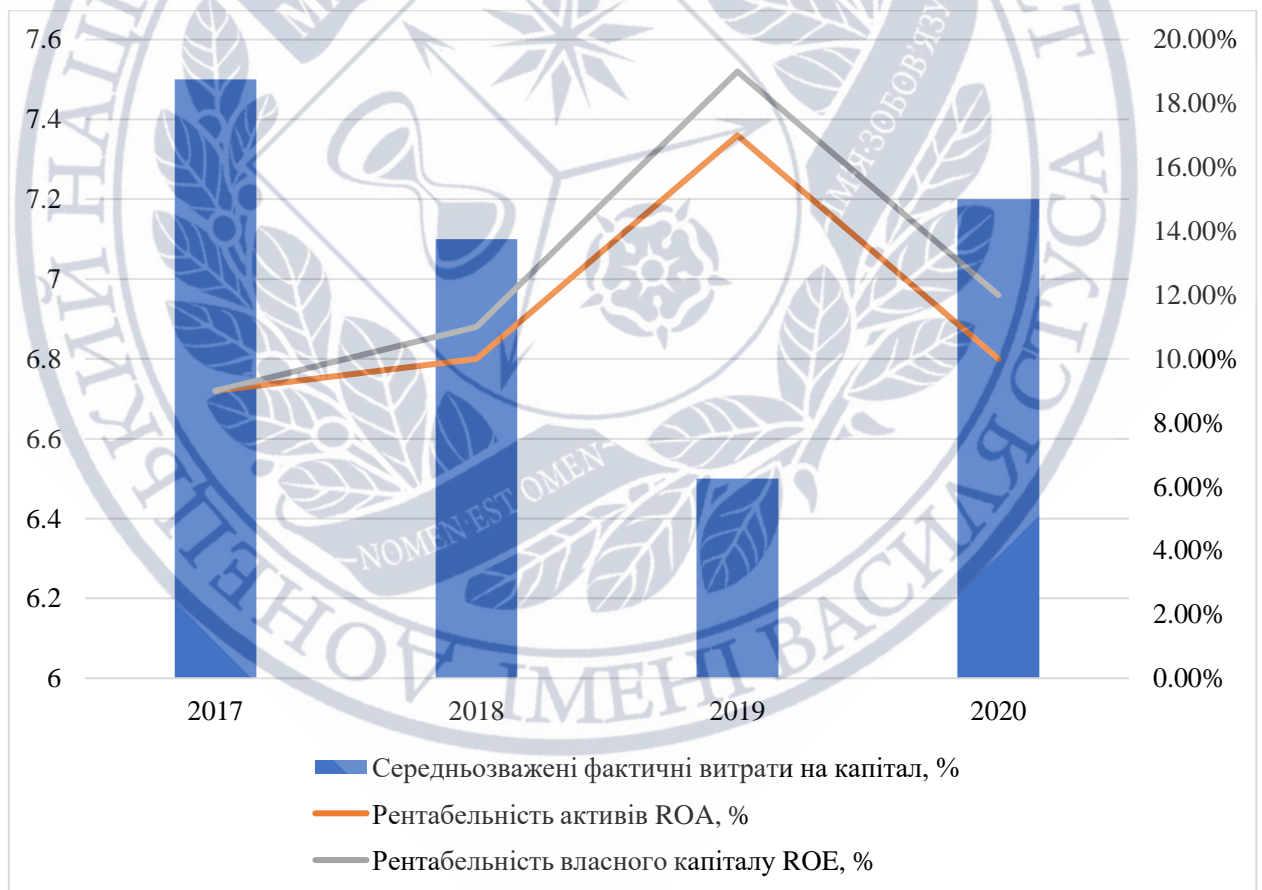
фінансового ринку та вартістю залучення ресурсів на ньому. Ключові фактори впливу – оптимізація оподаткування, управління бізнесом через офшорні фонди, високий рівень власного капіталу, низька рентабельність бізнесу, скорочення ціни залучення капіталу.

Частка фінансового капіталу великих корпорацій в загальному фінансовому капіталі за елементами капіталу в 2013-2019 рр. вказує на приріст коштів власного капіталу великих корпорацій з 42,46% до 56,86% (на 14,40 в.п.), при цьому приріст довгострокових боргів корпорацій в загальному довгостроковому борговому капіталі складав 4,54 в.п. (з 34,54% до 39,08%), а поточні борги великих корпорацій навпаки скоротилися в складі поточного боргового капіталу підприємств України на 1,17% (з 31,62% до 30,46%). На нашу думку, наведені тренди вказують на певне скорочення використання власного капіталу в процесі управління поточним бізнесом корпорацій. Наведені тренди свідчать про потребу коригування структури капіталу на користь зростання частки власних коштів корпорацій, що дозволить: скоротити фінансові ризики; підвищити рівень фінансової автономії; активізувати інвестиційну діяльність за рахунок власних інвестиційних ресурсів; покращити загальний фінансовий стан та рейтинг кредитоспроможності.

РОЗДІЛ 3. ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМ КАПІТАЛОМ КОРПОРАЦІЇ ПРАТ «ВІННИЦЬКА КОНДИТЕРСЬКА ФАБРИКА «РОШЕН»

3.1 Модель оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку

Проведений аналіз стану управління фінансовим капіталом ПрАТ «ВКФ «Рошен» (п. 2.2-2.3) вказує на існування ряду проблем фінансово-господарського характеру, що досить сильно скорочували потенціал ринкового росту бізнесу компанії. Тому актуальним є побудова та розробка моделі оцінки вартості власного капіталу корпорації в умовах неефективного фінансового ринку.



Джерело: розраховано авторами

Рисунок 3.1 – Середньозважені фактичні витрати на капітал, рентабельність активів ROA та рентабельність власного капіталу ROE ПрАТ «ВКФ «Рошен», %

Базовою проблемою для бізнесу ПрАТ «ВКФ «Рошен» був синтез високого рівня фінансової автономії (позитивний тренд) та низького рівня прибутковості фінансового та власного капіталу (негативний тренд) (рис. 3.1).

Середньозважені фактичні витрати на капітал, рентабельність активів ROA та рентабельність власного капіталу ROE ПрАТ «ВКФ «Рошен» демонструють перевищення в сотні разів витрат на формування та обслуговування фінансового капіталу над рівнем рентабельності бізнесу, що з економічної точки зору вказує на викривлення фінансової політики при формуванні та розподілі фінансового капіталу корпорації.

Трендами розвитку сучасного ринку фінансування корпорацій в Україні є:

- слабка інфраструктура фінансових посередників;
- високі процентні ставки за банківським кредитуванням;
- відсутність реального пільгового кредитування з боку держави;
- відсутність системи ефективних банківських гарантій для корпорацій-експортерів;
- високе податкове навантаження на великий бізнес, що провокує власників та бенефіціарів реєструвати права власності через систему офшорних компаній (не є винятком і ПрАТ «ВКФ «Рошен»);
- слабка лібералізація законодавства для залучення фінансового капіталу з зовнішніх ринків;
- не прогнозовані валютні коливання, що можуть призвести до знаного здороження позикового фінансового капіталу, який може бути залучений корпорацією з зовнішніх джерел фінансування у іноземній валюті;
- непродумана політика розміщення фінансового капіталу у виробничо-логістичні активи, що створюють ланцюжок вартості та забезпечують зростання загальної вартості бізнесу корпорації.

В умовах неефективного фінансового ринку модель оцінки вартості фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» може бути побудована на основі матричної моделі аналізу вектору розвитку компанії за показниками активів,

власного капіталу, чисельності персоналу, виручки та чистого прибутку. Для оцінки ПрАТ «ВКФ «Рошен» розрахунок ставки дисконтування проводився по моделі кумулятивної побудови на основі відкоригованої моделі CAPM:

Ставка доходу за безризиковим цінним папером (r_f) папером в умовах неефективного ринку визначається експертним методом, оскільки інформаційної бази для її точної оцінки в Україні немає через слабкий розвиток саме фінансового ринку.

В якості премій за специфічні ризики додаються:

- Премія за ризик інвестування в акції (w_1);
- Премія за розмір підприємства (w_2);
- Премія за якість менеджменту (w_3);
- Премія за територіальну і виробничу диверсифікованість;
- Премія за структуру капіталу (w_5);
- Премія за диверсифікованість клієнтури (w_6);
- Премія за стабільність отримання доходів і ступінь ймовірності їх отримання;
- Премія за інші особливі ризики (w_8).

В результаті, отримуємо:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + \sum_i^N w_i$$

Ставка доходу за безризиковим цінним папером ПрАТ «ВКФ «Рошен» прийнята на рівні 3,7%, що приблизно відповідає реальній прибутковості довгострокових урядових облігацій США.

Премія за ризик інвестування в акції ПрАТ «ВКФ «Рошен» за даними Stocks, Bonds, Bills and Inflation Ibbotson Yearbook становить 5,0%.

ПрАТ «ВКФ «Рошен» відноситься до розряду великих. Середня премія за ризик інвестування в ПрАТ «ВКФ «Рошен» становить 5,0% (експертним методом). Управління ПрАТ «ВКФ «Рошен» досить кваліфіковане, тому надбавка за цим фактором була визначена в розмірі 1,4%. ПрАТ «ВКФ

«Рошен» мобільне, здатне переорієнтуватися на випуск тих видів товарів, які користуються попитом на ринку, надбавка за ризик з даного фактору визначена в 3%.

ПрАТ «ВКФ «Рошен» має фінансово стійку структуру капіталу, тому ризик по даному фактору визначений на рівні 2%. Клієнтура ПрАТ «ВКФ «Рошен» широко диверсифікована, основні клієнти розташовані як в Києві, так і по Україні. Загальна кількість замовників близько 100, з більшістю з них укладено відповідні контракти. Тому премія за даним фактором склала 1%.

ПрАТ «ВКФ «Рошен» отримує досить стабільні доходи: прибуток в порівнянні з попереднім періодом зріс, що дозволило використовувати премію за цей фактор в 2%.

Згідно з аналізом компанії Delloite & Touche, Україна відноситься до групи країн із середнім рівнем ризику, тому слід врахувати ймовірність втрати доходів від прийняття певних політичних рішень, економічної нестабільності, соціальних потрясінь і т.д. Тому надбавка за ризик інвестицій в ПрАТ «ВКФ «Рошен» в дану країну становить 6%.

Отже, вартість власного капіталу складе:

$$r_e = 3,7 + 5,0 + 5,0 + 1,4 + 3,0 + 2,0 + 1,0 + 2,0 + 6,0 = 29,1$$

Таким чином, з урахуванням даних факторів ризику, ставка дисконтування для ПрАТ «ВКФ «Рошен» становить 29,1% (САРМ). Визначимо середню зважену вартість капіталу з урахуванням його структури та податкового коректора:

$$WACC = 29,1\% * 89,08\% + 10,346\% * (1 - 18\%) * (100\% - 89,08\%) = 26,85\%.$$

Фактично ж частка власного капіталу складала 89,08%, що вказує на потенціал щодо зміни структури капіталу та можливості його коригування на основі залучення більших обсягів позикового капіталу, який закономірно є дешевшим. Середня вартість залучення капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен»

складала 26,85%, що було обумовлено високою часткою саме власного капіталу, який мав вищу вартість залучення, в той же час частка та вартість залученого платного капіталу була знано нижче.

Таким чином, наведена модель оцінки вартості власного капіталу корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» в умовах неефективного фінансового ринку вказує, що за умови високої турбулентності національного кредитного та фінансового ринку залучати капітал за ставки в 15-0% при рівні рентабельності активів та діяльності до 1% є економічно недоцільним, оскільки це призведе до росту витрат на капітал та скоротить загальну ефективність управління бізнесом. Негативно на спроможність бізнесу залучати кошти на національному ринку також впливають інфляційні процеси, девальвація гривні, слабкий розвиток ринку фінансових посередників, відсутність якісної системи розміщення публічних та приватних цінних паперів на ринку акцій. Тому актуальним є розробка та обґрунтування проектів використання власних коштів в більш прибуткові проекти на ринку випуску кондитерських виробів, що дозволить герувати вищий рівень чистого прибутку, який відповідно призведе до росту рентабельності активів та фінансового капіталу, а також покращить загальну фінансову ефективність бізнесу та привабливість його для потенційних інвесторів.

3.2 Модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації із врахуванням податків

Модель оцінки вартості власного капіталу корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр. в умовах неефективного фінансового ринку дає можливість розглянути модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації із врахуванням податків. Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017 рр. наведено у таблиці 3.1.

Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017 році вказує на оптимальний варіант 55 % власного капіталу та 45 % позикового капіталу, фактично ж частка власного капіталу складала

4011140 / 4188549 * 100 = 95,76 %, що вказує на неоптимальну структуру капіталу та потребу його коригування на основі вартості залучення.

Таблиця 3.1 – Оптимальні значення структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» у 2017 рр.

	№ Варіанту	<u>1</u>	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Частка власного капіталу	0,95	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55
2	Частка позикового капіталу	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45
3	Норма прибутку на власний капітал, %	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85
4	Вартість позикового капіталу, %	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Ставка податку на прибуток	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
6	Податковий щит (1-р.5)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
7	Вартість позикового капіталу у з врахуванням податкового щиту (р.4*р.6)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
8	Загальна вартість власного капіталу (р.1*р.3)	25,51	24,17	22,82	21,48	20,14	18,80	17,45	16,11	14,77
9	Загальна вартість позикового капіталу (р.2*р.7)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10	Середньозважена вартість капіталу, % (р.8+р.9)	25,51	24,17	22,82	21,48	20,14	18,80	17,45	16,11	14,77

Джерело: складено авторами

Розрахунок оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018 рр. наведено у таблиці 3.2.

Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018 рр. вказує на коливання середньої вартості залучення коштів від 14,77% до 25,51%, а оптимальний варіант 55% власного капіталу та 45% позикового капіталу, фактично ж частка власного капіталу складала

$4015377/4109328*100=97,71\%$, що вказує на неоптимальну структуру капіталу та потребу його коригування на основі вартості залучення.

Таблиця 3.2 – Оптимальні значення структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018 рр.

	№ Варіанту	<u>1</u>	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Частка власного капіталу	0,95	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55
2	Частка позикового капіталу	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45
3	Норма прибутку на власний капітал, %	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85
4	Вартість позикового капіталу, %	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Ставка податку на прибуток	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
6	Податковий щит (1-р.5)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
7	Вартість позикового капіталу у з врахуванням податкового щиту (р.4*р.6)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
8	Загальна вартість власного капіталу (р.1*р.3)	25,51	24,17	22,82	21,48	20,14	18,80	17,45	16,11	14,77
9	Загальна вартість позикового капіталу (р.2*р.7)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10	Середньозважена вартість капіталу, % (р.8+р.9)	25,51	24,17	22,82	21,48	20,14	18,80	17,45	16,11	14,77

Джерело: складено авторами

Розрахунок оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019 рр. наведено у таблиці 3.3.

Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019 рр. вказує на коливання середньої вартості залучення коштів від 15,61% до 25,60%, а оптимальний варіант 55% власного капіталу та 45% позикового капіталу. Фактично ж частка власного капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019

пр. складала 85,50%, що вказує на неоптимальну структуру капіталу та потребу його коригування на основі вартості залучення.

Таблиця 3.3 – Оптимальні значення структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019 пр.

	№ Варіанту	<u>1</u>	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Частка власного капіталу	0,95	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55
2	Частка позикового капіталу	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45
3	Норма прибутку на власний капітал, %	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5	26,8 5
4	Вартість позикового капіталу, %	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1	2,27 1
5	Ставка податку на прибуток	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
6	Податковий щит (1-р.5)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
7	Вартість позикового капіталу у з врахуванням податкового щиту (р.4*р.6)	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86	1,86
8	Загальна вартість власного капіталу (р.1*р.3)	25,5 1	24,1 7	22,8 2	21,4 8	20,1 4	18,8 0	17,4 5	16,1 1	14,7 7
9	Загальна вартість позикового капіталу (р.2*р.7)	0,09	0,19	0,28	0,37	0,47	0,56	0,65	0,74	0,84
10	Середньозважена вартість капіталу, % (р.8+р.9)	25,6 0	24,3 5	23,1 0	21,8 5	20,6 0	19,3 5	18,1 0	16,8 5	15,6 1

Джерело: складено авторами

Розрахунок оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2020 пр. наведено у таблиці 3.4.

Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2020 пр. вказує на коливання середньої вартості залучення коштів від 18,59% до 25,93%, а оптимальний варіант 95% власного капіталу та 5% позикового капіталу. Фактично ж частка власного капіталу складала 89,08%, що вказує на неоптимальну структуру капіталу та потребу його коригування на основі вартості залучення.

Таблиця 3.4 – Аналіз оптимальної структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2020 рр.

	№ Варіанту	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Частка власного капіталу	0,95	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70	0,65	0,60	0,55
2	Частка позикового капіталу	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45
3	Норма прибутку на власний капітал, %	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85	26,85
4	Вартість позикового капіталу, %	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35	10,35
5	Ставка податку на прибуток	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
6	Податковий щит (1-р.5)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
7	Вартість позикового капіталу у з врахуванням податкового щиту (р.4*р.6)	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48
8	Загальна вартість власного капіталу (р.1*р.3)	25,51	24,17	22,82	21,48	20,14	18,80	17,45	16,11	14,77
9	Загальна вартість позикового капіталу (р.2*р.7)	0,42	0,85	1,27	1,70	2,12	2,55	2,97	3,39	3,82
10	Середньозважена вартість капіталу, % (р.8+р.9)	25,93	25,01	24,10	23,18	22,26	21,34	20,42	19,50	18,59

Джерело: складено авторами

Отже, модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр. із врахуванням податків вказує на потребу перегляду складу активів та фінансового капіталу, що дозволить скоротити рівень середніх витрат на залучення та використання капіталу та

підвищити рівень рентабельності діяльності за рахунок використання фінансового левериджу та системи управління фінансовим капіталом.

3.3 Рекомендації щодо забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації у стратегічній перспективі

В умовах зростання якості бізнесу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в рамках неефективного фінансового ринку актуальним є наведення рекомендації щодо забезпечення стабільності фінансування розвитку корпорації у стратегічній перспективі.

Синтетичний рейтинг покриття використовувався для оцінки вартості боргу, визначення оптимального важеля, що визначається балансом між вигодами та граничними витратами запозичень. Порогове значення може бути представлено між перевагами податкового щита та можливими витратами фінансової неспроможності, спричиненої низьким покриттям відсотків, які відображаються у підвищенні ставок, які вимагають постачальники капіталу.

Диференціація поведінки змінних включається при поясненні короткострокового та довгострокового кредитного плеча. Результати показують позитивний зв'язок між короткостроковим левериджем і прибутковістю, розміром компанії, структурою активів і ризиком компанії, у випадку довгострокового левериджу це має позитивний вплив лише на частину розміру, зростання і структуру активів, оскільки на прибутковість і ризик компанії негативний вплив.

Економетричною моделлю, яка найкраще пояснює цей зв'язок, є модель випадкових ефектів, в якій окремі ефекти не є незалежними, і існує ряд факторів, які впливають на залежну змінну, але вони не включені в модель як пояснювальні змінні. Емпіричні дані цієї роботи дозволяють припустити, що кондитерська галузь приймає рішення про фінансування на основі принципів теорії компромісу, де структура активів є важливою підтримкою для отримання важеля та максимізації вартості компанії, оптимального

фінансового забезпечення. шукається структура, яка дозволяє скористатися перевагами заборгованості.

У дослідженні пропонується використовувати три різні показники на основі балансової вартості. Окремі змінні оцінюються для коефіцієнтів загального, короткострокового та довгострокового боргу. Вибираються наступні три залежні змінні:

- Коефіцієнт загального боргу: співвідношення між загальним боргом і загальними активами;
- Коефіцієнт короткострокової заборгованості: співвідношення між короткостроковою заборгованістю та загальними активами;
- Коефіцієнт довгострокової заборгованості: співвідношення між довгостроковою заборгованістю та загальними активами.

Щодо цих змінних, короткострокова заборгованість визначається як частина загальної заборгованості компанії зі строком погашення протягом одного року, тобто це поточні зобов'язання і включає: банківський овердрафт, поточну частину банківських позик та інші поточні зобов'язання. Хоча довгострокова заборгованість – це частина загальної заборгованості, погашення якої фіксується протягом періоду більше одного року, що відноситься до довгострокових зобов'язань і містить довгострокові банківські позики та інші довгострокові зобов'язання, такі як позики директорів, зобов'язання з оренди та лізингу, серед іншого.

Ці три змінні дозволяють нам дослідити вплив на структуру строків погашення боргу, а також загальну боргову позицію компаній. Досліджуючи довгострокові та короткострокові заходи, можна визначити, чи відрізняються фактори, що впливають на короткострокову заборгованість, від тих, що визначають довгострокову заборгованість.

Що стосується незалежних змінних, то вони вважаються проксі детермінантами структури капіталу, які детально описані нижче:

- Вік: вік компанії на даний момент з моменту її створення.
- Розмір: сукупні активи.

- Рентабельність: співвідношення між прибутком до оподаткування та загальними активами за трирічний період.
- Зростання в минулому: відсоткове збільшення загальних активів за останні три роки.
- Можливості майбутнього зростання: співвідношення між нематеріальними активами та загальними активами. До нематеріальних активів належать: витрати на дослідження та розробки, торгові марки, патенти та авторські права.
- Операційний ризик: коефіцієнт зміни рентабельності протягом трирічного періоду.
- Структура активів: для цього використовуються два показники, один – співвідношення між основними засобами та загальними активами; а другий — зв'язок між запасами та загальними активами.
- Ефективна податкова ставка: податкове зобов'язання з корпоративного податку оцінюється протягом періоду, що розглядається, а потім ця цифра ділиться на прибуток до оподаткування, щоб отримати ефективну податкову ставку компанії.
- Податкові щити без боргів – нарахування амортизаційних відрахувань використовуються для позначення податкових щитів без боргів. Співвідношення амортизаційних відрахувань до загальної суми активів включено для визначення податкової переваги.
- Чисті боржники: відносини між чистими боржниками (боржники мінус кредитори) та загальними активами. Слід також зазначити, що існують зовнішні для компаній фактори, такі як час, галузь та економіка в цілому, які впливають на рішення фірм щодо загального боргу, а також на їх дискримінацію в короткостроковому та довгостроковому плані.

Драйверами розвитку вартості фінансового капіталу ПрАТ «Вінницька кондитерська фабрика «Рошен» є показники чистий прибуток; чиста виручка від реалізації; собівартість; активи; власний капітал; працівники.

Схему та алгоритм матричної ефективності оцінки доходності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» включає показники:

- Чистий прибуток (П);
- Чистий дохід від реалізації (Р);
- Собівартість (В);
- Активи (М);
- Власний капітал (К);
- Працівники (Ч).

Якщо показник Реф більше 1 – доходність фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» є позитивною, якщо менше 1 – негативною. Базові індикатори матричної ефективності оцінки доходності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен»:

$$\begin{aligned}
 & - \frac{P_1}{P_0} \div \frac{P_1}{P_0}; \frac{P_1}{B_1} \div \frac{P_0}{B_0}; \frac{P_1}{K_1} \div \frac{P_0}{K_0}; \frac{P_1}{M_1} \div \frac{P_0}{M_0}; \frac{P_1}{Ч_1} \div \frac{P_0}{Ч_0}; \\
 & - \frac{P_1}{B_1} \div \frac{P_0}{B_0}; \frac{P_1}{K_1} \div \frac{P_0}{K_0}; \frac{P_1}{M_1} \div \frac{P_0}{M_0}; \frac{P_1}{Ч_1} \div \frac{P_0}{Ч_0}; \\
 & - \frac{B_1}{K_1} \div \frac{B_0}{K_0}; \frac{B_1}{M_1} \div \frac{B_0}{M_0}; \frac{B_1}{Ч_1} \div \frac{B_0}{Ч_0}; \\
 & - \frac{K_1}{M_1} \div \frac{K_0}{M_0}; \frac{K_1}{Ч_1} \div \frac{K_0}{Ч_0}; \\
 & - \frac{M_1}{Ч_1} \div \frac{M_0}{Ч_0}.
 \end{aligned}$$

Схема матричної ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» узагальнено у таблиці 3.5.

Для формування матриці буде визначено 15 індикаторів, які будуть агрегуватися і знаходиться середнє арифметичне значення:

$$P_{ef} = \frac{\sum I}{15} \quad (3.1)$$

де I – індикатори матриці.

Таблиця 3.5 – Схема матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен»

Показник	Чистий прибуток	Чистий дохід	Собівартість	Власний капітал	Активи	Працівники
Чистий прибуток	1	X	X	X	X	X
Чистий дохід	$\frac{P_1}{P_0} \div \frac{P_0}{P_0}$	1	X	X	X	X
Собівартість	$\frac{P_1}{B_1} \div \frac{P_0}{B_0}$	$\frac{P_1}{B_1} \div \frac{P_0}{B_0}$	1	X	X	X
Власний капітал	$\frac{P_1}{K_1} \div \frac{P_0}{K_0}$	$\frac{P_1}{K_1} \div \frac{P_0}{K_0}$	$\frac{B_1}{K_1} \div \frac{B_0}{K_0}$	1	X	X
Активи	$\frac{P_1}{M_1} \div \frac{P_0}{M_0}$	$\frac{P_1}{M_1} \div \frac{P_0}{M_0}$	$\frac{B_1}{M_1} \div \frac{B_0}{M_0}$	$\frac{K_1}{M_1} \div \frac{K_0}{M_0}$	1	X
Працівники	$\frac{P_1}{Q_1} \div \frac{P_0}{Q_0}$	$\frac{P_1}{Q_1} \div \frac{P_0}{Q_0}$	$\frac{B_1}{Q_1} \div \frac{B_0}{Q_0}$	$\frac{K_1}{Q_1} \div \frac{K_0}{Q_0}$	$\frac{M_1}{Q_1} \div \frac{M_0}{Q_0}$	1

Джерело: складено авторами

В таблиці 3.6 продемонстровано дані для проведення матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен».

Таблиця 3.6 – Дані для проведення матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен»

	2017	2018	2019	2020
Чистий прибуток (Ч), тис. грн	3 595	4 237	7 844	4 717
Чистий дохід (Р), тис. грн	913 705	1 199 526	1 413 796	1 651 450
Собівартість (В), тис. грн	841 662	1 103 827	1 305 491	1 534 681
Власний капітал (К), тис. грн	4 011 140	4 015 377	4 023 221	4 027 938
Активи (М), тис. грн	4 188 549	4 109 328	4 705 056	4 521 838
Персонал (Ч), ос.	1701	1825	1914	2094

Джерело: складено авторами на основі [54]

Аналіз за даною моделлю слід проводити за період загалом та щорічно. В таблиці 3.7 наведено показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2018 рр.

Таблиця 3.7 – Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2018 рр., од.

Показник	Чистий прибуток (П)	Чистий дохід (Р)	Собівартість (В)	Власний капітал (К)	Активи (М)	Чисельність персоналу (Ч)
Чистий прибуток (П)	1	X	X	X	X	X
Чистий дохід (Р)	-0,90	1,00	X	X	X	X
Собівартість (В)	-1,00	1,00	1,00	X	X	X
Власний капітал (К)	-1,31	1,31	1,31	1,00	X	X
Активи (М)	-1,02	1,34	1,34	1,02	1,00	X
Чисельність персоналу (Ч)	-0,91	1,22	1,22	0,93	0,91	1,00
Всього	-5,14	5,87	4,87	2,95	1,91	10,47

Джерело: складено авторами

Показник матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2018 рр. (Реф=10,47/15=0,70). складав 0,70 од. (менше 1), що вказує на незадовільний стан формування та використання фінансового капіталу бізнесу. Показники матричної ефективності оцінки вартості фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018-2019 рр. наведено у таблиці 3.8.

Таблиця 3.8 – Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018-2019 рр., од.

Показник	Чистий прибуток (П)	Чистий дохід (Р)	Собівартість (В)	Власний капітал (К)	Активи (М)	Чисельність персоналу (Ч)
Чистий прибуток (П)	1	X	X	X	X	X
Чистий дохід (Р)	-1,57	1,00	X	X	X	X
Собівартість (В)	-1,00	1,00	1,00	X	X	X
Власний капітал (К)	-1,18	1,18	1,18	1,00	X	X
Активи (М)	-0,88	1,03	1,03	0,88	1,00	X
Чисельність персоналу (Ч)	-1,09	1,12	1,13	0,96	1,09	1,00
Всього	-5,71	5,33	4,34	2,83	2,09	8,87

Джерело: складено авторами

Показник матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2018-2019 рр. ($\text{Реф}=8,87/15=0,59$) складав 0,59 од. (менше 1), що вказує на незадовільний стан формування та використання фінансового капіталу бізнесу.

Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019-2020 рр. наведено у таблиці 3.9.

Таблиця 3.9 – Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019-2020 рр., од.

Показник	Чистий прибуток (П)	Чистий дохід (Р)	Собівартість (В)	Власний капітал (К)	Активи (М)	Чисельність персоналу (Ч)
Чистий прибуток (П)	1	X	X	X	X	X
Чистий дохід (Р)	-0,51	1,00	X	X	X	X
Собівартість (В)	-0,99	0,99	1,00	X	X	X
Власний капітал (К)	-1,17	1,17	1,17	1,00	X	X
Активи (М)	-1,04	1,22	1,22	1,04	1,00	X
Чисельність персоналу (Ч)	-0,88	1,07	1,07	0,92	0,88	1,00
Всього	-4,60	5,44	4,47	2,96	1,88	10,15

Джерело: складено авторами

Показник матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2019-2020 рр. ($\text{Реф}=10,15/15=0,68$) складав 0,68 од. (менше 1), що вказує на незадовільний стан формування та використання фінансового капіталу бізнесу.

Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр. наведено у таблиці 3.10.

Показник матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр. ($\text{Реф}=12,20/15=0,81$) складав 0,81 од. (менше 1), що вказує на незадовільний стан формування та використання фінансового капіталу бізнесу.

Таблиця 3.10 – Показники матричної оцінки ефективності фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр., од.

Показник	Чистий прибуток (П)	Чистий дохід (Р)	Собівартість (В)	Власний капітал (К)	Активи (М)	Чисельність персоналу (Ч)
Чистий прибуток (П)	1	X	X	X	X	X
Чистий дохід (Р)	-0,73	1,00	X	X	X	X
Собівартість (В)	-0,99	0,99	1,00	X	X	X
Власний капітал (К)	-1,82	1,80	1,82	1,00	X	X
Активи (М)	-0,93	1,67	1,69	0,93	1,00	X
Чисельність персоналу (Ч)	-0,88	1,47	1,48	0,82	0,88	1,00
Всього	-5,34	6,93	5,99	2,75	1,88	12,20

Джерело: складено авторами

Драйвери розвитку вартості фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» вказують на потребу коригування ефективності використання капіталу за рахунок нарощення активів та власного капіталу, їх динаміки та структури, нарощення обсягу виручки, оптимізації собівартості та збільшення чистого прибутку і чисельності персоналу, що дозволить отримати додаткові конкурентні переваги для бізнесу на ринку.

Для ПрАТ «ВКФ «Рошен» актуальним при формуванні та використанні складу та структури фінансового капіталу можуть бути:

- використання механізму податкової амністії для узаконення реальної власності корпорацією громадянами України;
- реінвестування вільних коштів в ОВДП або реальні виробничі проекти, що дозволить покращити стан формування фінансових результатів та ринкову конкурентну позицію;

Для ПрАТ «ВКФ «Рошен» актуальним є коригування структури капіталу в бік зростання використання безоплатних позикових коштів, що дозволить покращити якість та структуру фінансового капіталу за рахунок скорочення його вартості. Зокрема, можливим є вихід на іро для залучення закордонних позикових коштів в стратегічній перспективі. Основною умовою формування фінансових ресурсів ПрАТ «ВКФ «Рошен» за рахунок позикових коштів є

залучення капіталу за низькою вартістю та невеликим ризиком з метою досягнення максимального прибутку

Також у процесі оптимізації структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» доцільним є використання виробничо-фінансового левериджу, який синтезує такі показники, як розмір виручки, виробничі і фінансові видатки, а також чистий прибуток ПрАТ «ВКФ «Рошен». Практичне значення такого підходу полягає в тому, що на основі одночасного урахування виробничих і фінансових ризиків ПрАТ «ВКФ «Рошен», а також індивідуальних особливостей його діяльності, існує можливість цілеспрямованого управління структурою капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» задля забезпечення його фінансової безпеки.

Наведені аспекти дозволяють якість управляти ресурсним розвитком бізнесу та станом використання фінансового капіталу, зокрема, встановлено, що корпорація має при роботі на зовнішніх ринках можливість диверсифікувати джерела залучення кошів та сталість низької вартості їх використання.

Таким чином, авторами визначено, що можна рекомендувати залишити близьку до консервативної модель фінансування активів, проте лише змінити структуру активу і пасиву: оборотні активи повинні фінансуватися за рахунок короткострокових зобов'язань, а необоротні – за рахунок довгострокових зобов'язань та власного капіталу. Для покращення фінансового стану ПрАТ «ВКФ «Рошен» необхідно удосконалити модель фінансування активів. Для підприємства була притаманна модель наближена до консервативної моделі, однак фінансування здійснювалось за рахунок поточних зобов'язань та власного капіталу. Обраний шлях фінансування є досить ризикованим з позиції ліквідності, адже «ВКФ «Рошен» використовує для виробництва незначні обсяги оборотних активів, що може призвести до труднощів при розрахунках з кредиторами.

ВИСНОВКИ

Аналіз векторів управління фінансовим капіталом корпорації та його оптимізації на прикладі ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. дозволив зробити наступні висновки та пропозиції:

Підходи до визначення сутності оптимальної структури фінансового капіталу корпорації вказують, що мета формування оптимальної структури фінансового капіталу корпорації визначається завданнями фінансового управління, планування і контролю в контексті забезпечення стратегічного розвитку корпорації та поступального розширення її фінансово-господарського функціонування бізнес-процесів. Структура фінансового капіталу корпорації, механізми його формування і функціонування визначають успішність ринкового розвитку і ефективність діяльності корпорації. В даний час більшість науковців виділяють три моделі оптимізації структури фінансового капіталу корпорації: за рівнем максимізації фінансової рентабельності корпорації, за рівнем мінімізації залучення капіталу корпорації; за рівнем мінімізації фінансових ризиків корпорації.

Узагальнення концептуальних основ вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні вказує на значну потребу розвитку фінансової політики корпорації в Україні з розвиток інфраструктури фінансового ринку як ключового джерела фінансових ресурсів за рівнем витратності та диверсифікованими векторами формування, що дозволить корпораціям формувати продуману стратегічну фінансову політику в сфері управління фінансовим капіталом.

Ключові показники балансу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2018-2020 рр. вказують на приріст активів фірми, які зросли на 333 289 тис. грн. (або на 7,96%), при цьому необоротні активи мали тренд до більш активного росту, оскільки збільшилися на 283 513 тис. грн. (на 7,41 %), а оборотні при цьому зменшилися на 27065 тис. грн. (на 8,80%), що може вказувати на значні процеси реінвестування чистого прибутку в розширення саме виробничих

потужностей підприємства за період дослідження, на це вказує значна активізація інвестиційної діяльності в частині збільшення грошового потоку на придбання основних засобів за звітом про рух грошових коштів. Нерозподілений прибуток, наприклад, в 2019-2020 рр. зріс з 691338 тис. грн. до 695843 тис. грн.

Проведена оцінка стану та ефективності використання фінансового капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» за 2017-2020 рр. вказує на загальне збільшення обсягів господарювання. Обсяг власного капіталу зростає лише на величину нерозподіленого прибутку, яка формувалася з чистого прибутку бізнесу. Зокрема, власний капітал підприємства за період за 2018-2020 рр. зріс на 16 798 тис. грн. (або на 0,42%), що вказує на позитивні тренди росту фінансової автономії при співставленні темпів росту активів та власного капіталу.

Розмір власного капіталу великих підприємств зріс за період аналізу на 0,93 трлн. грн., при цьому в складі фінансового капіталу скоротився з 40,42% до 39,45% (на 0,97 в.п.), в той же час частка власного капіталу великих підприємств в складі фінансового капіталу порівняно з загальними трендами була вищою на 8-10%. Величина довгострокових боргів за період оцінки у великих підприємствах зросла на 0,27 трлн. грн., а поточних – на 1,21 трлн. грн., загалом же фінансовий капітал великих підприємств зріс на 2,41 трлн. грн. В структурі фінансового капіталу довгострокові борги скоротилися з 18,05% до 14,32% (на 3,73 в.п.), а поточні борги зросли з 41,51% до 46,22% (зросли на 4,71 в.п.), даний розподіл капіталу можна пояснити трендами залучення ресурсів, діловою активністю корпорацій, розвитком кредитного та фінансового ринку та вартістю залучення ресурсів на ньому. Ключові фактори впливу – оптимізація оподаткування, управління бізнесом через офшорні фонди, високий рівень власного капіталу, низька рентабельність бізнесу, скорочення ціни залучення капіталу.

Частка фінансового капіталу великих корпорацій в загальному фінансовому капіталі за елементами капіталу в 2013-2019 рр. вказує на приріст

коштів власного капіталу великих корпорацій з 42,46% до 56,86% (на 14,40 в.п.), при цьому приріст довгострокових боргів корпорацій в загальному довгостроковому борговому капіталі складав 4,54 в.п. (з 34,54% до 39,08%), а поточні борги великих корпорацій навпаки скоротилися в складі поточного боргового капіталу підприємств України на 1,17% (з 31,62% до 30,46%). На нашу думку, наведені тренди вказують на певне скорочення використання власного капіталу в процесі управління поточним бізнесом корпорацій.

Наведені тренди свідчать про потребу коригування структури капіталу на користь зростання частки власних коштів корпорацій, що дозволить:

- скоротити фінансові ризики;
- підвищити рівень фінансової автономії;
- активізувати інвестиційну діяльність за рахунок власних інвестиційних ресурсів;
- покращити загальний фінансовий стан та рейтинг кредитоспроможності.

Наведена модель оцінки вартості власного капіталу корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» в умовах неефективного фінансового ринку вказує, що за умови високої турбулентності національного кредитного та фінансового ринку залучати капітал за ставки в 15-0% при рівні рентабельності активів та діяльності до 1% є економічно недоцільним, оскільки це призведе до росту витрат на капітал та скоротить загальну ефективність управління бізнесом. Негативно на спроможність бізнесу залучати кошти на національному ринку також впливають інфляційні процеси, девальвація гривні, слабкий розвиток ринку фінансових посередників, відсутність якісної системи розміщення публічних та приватних цінних паперів на ринку акцій. Тому актуальним є розробка та обґрунтування проєктів використання власних коштів в більш прибуткові проєкти на ринку випуску кондитерських виробів, що дозволить знегерувати вищий рівень чистого прибутку, який відповідно призведе до росту рентабельності активів та фінансового капіталу, а також покращить

загальну фінансову ефективність бізнесу та привабливість його для потенційних інвесторів.

Модель оптимізації структури фінансового капіталу корпорації ПрАТ «ВКФ «Рошен» в 2017-2020 рр. із врахуванням податків вказує на потребу перегляду складу активів та фінансового капіталу, що дозволить скоротити рівень середніх витрат на залучення та використання капіталу та підвищити рівень рентабельності діяльності за рахунок використання фінансового левериджу та системи управління фінансовим капіталом.

Можна рекомендувати залишити близьку до консервативної модель фінансування активів, проте лише змінити структуру активу і пасиву: оборотні активи повинні фінансуватися за рахунок короткострокових зобов'язань, а необоротні – за рахунок довгострокових зобов'язань та власного капіталу.

Також у процесі оптимізації структури капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» доцільним є використання виробничо-фінансового левериджу, який синтезує такі показники, як розмір виручки, виробничі і фінансові видатки, а також чистий прибуток ПрАТ «ВКФ «Рошен». Практичне значення такого підходу полягає в тому, що на основі одночасного урахування виробничих і фінансових ризиків ПрАТ «ВКФ «Рошен», а також індивідуальних особливостей його діяльності, існує можливість цілеспрямованого управління структурою капіталу ПрАТ «ВКФ «Рошен» задля забезпечення його фінансової безпеки.

Для покращення фінансового стану ПрАТ «ВКФ «Рошен» необхідно удосконалити модель фінансування активів. Для підприємства була притаманна модель наближена до консервативної моделі, однак фінансування здійснювалось за рахунок поточних зобов'язань та власного капіталу. Обраний шлях фінансування є досить ризикованим з позиції ліквідності, адже «ВКФ «Рошен» використовує для виробництва незначні обсяги оборотних активів, що може призвести до труднощів при розрахунках з кредиторами.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Балєв В. Є. Структура капіталу страхових компаній: вітчизняні та європейські вимоги. *Фінанси, учет, банки*. 2016. № 1. С. 225-234.
2. Бандурка О.М., Коробов М.Я. Фінансова діяльність підприємства : Підручник. 2-ге вид., перероб. і доп. К. : Либідь, 2012. 384 с.
3. Бабалола І. А. Аналіз структури капіталу та ефективності господарської діяльності підприємства : автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.09. Одеса : Одес. нац. екон. ун-т., 2015. 20 с.
4. Бабалола І. А. Аналіз структури капіталу та ефективності господарської діяльності підприємства : монографія. Одеса : Наука і техніка, 2015. 179 с.
5. Валіков В. П. Процес оптимізації структури капіталу промислового підприємства. *Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія : Економічні науки*. 2017. № 33. С. 225-234.
6. Великий Ю. М. Управління оптимізацією структури капіталу підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2018. № 29(1). С. 68-72.
7. Винятинська Л. В. Статистичний аналіз та оцінка рівня платоспроможності лісових господарств. *Проблеми економіки*. 2016. № 2. С. 19-25.
8. Вудвуд В. В. Стан ліквідності та платоспроможності основних транспортних підприємств України та шляхи його покращення. *Молодий вчений*. 2017. № 11. С. 1118-1122.
9. Даниш С. Т. Дослідження джерел інформації для аналізу платоспроможності клієнтів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. № 11. С. 38-42.
10. Дідух С. М. Оцінка оптимальної структури капіталу агрохолдингів України (Kernel Holding S. A., МНР S. A.). *Економіка харчової промисловості*. 2017. Т. 9, № 3. С. 36–44.

11. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (дата звернення: 07.10.21).
12. Домбровська С. О. Оптимізація структури капіталу підприємства в умовах невизначеності економічного середовища. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2019. № 1. С. 100-107.
13. Дудар А. А. Аналіз та оптимізація структури капіталу з метою підвищення рівня фінансової стійкості підприємства. *Молодий вчений*. 2018. № 1(2). С. 878-882.
14. Журавльова І. В., Латишева І. Л. Теоретико-методологічні основи управління формуванням структури капіталу підприємства з урахуванням інтелектуальної складової : монографія / за заг. ред. І. В. Журавльової. Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2013. 406 с.
15. Індекс фінансового стресу. Офіційний сайт НБУ. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення: 09.09.2021).
16. Квасницька Р. С. Практичні аспекти формування оптимальної структури капіталу підприємств. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. № 2. С. 140-147.
17. Ковальчук Н.О. Оптимізація структури капіталу промислових підприємств : автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.04. Чернівці : Буковин. держ. фінанс.-екон. ун-т., 2014. 20 с.
18. Корнівська В. О. Методичні підходи до формування ефективної структури капіталу підприємства. *Економіка. Фінанси. Право*. 2017. № 12(4). С. 64-67.
19. Литвиненко А. О. Аналіз структури капіталу промислової діяльності підприємств в Україні. *Науковий вісник Миколаївського національного університету імені В. О. Сухомлинського. Серія : Економічні науки*. 2017. № 2. С. 171-174.
20. Майборода О. В. Підходи щодо оптимізації структури капіталу підприємства. *Економічний простір*. 2017. № 120. С. 121-129.

21. Маматова Л. Ш. Оптимізація структури капіталу та її вплив на потенціал підприємства. *Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія : Економічні науки*. 2017. № 34. С. 299-305.
22. Мастюк Д. О. Науково-методичний підхід до вибору стратегій управління структурою капіталу енергогенеруючих акціонерних товариств. *Бізнес Інформ*. 2018. № 1. С. 332-338.
23. Матвійчук, Л.О. Формування та оптимізація структури капіталу в системі фінансової безпеки підприємства : дис. канд. екон. наук : 08.00.04. Хмельницький : Хмельниц. нац. ун-т. 2011. 248 с.
24. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2011. 538 с.
25. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення: 15.08.2021).
26. Олександренко І. В. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Економічний форум*. 2017. № 4. С. 141-148.
27. Олійник-Данн О. О. Ефект фінансового важеля: проблеми застосування у процесі оптимізації структури капіталу підприємства. *Бізнес Інформ*. 2018. № 3. С. 148-154.
28. ПрАТ «ВКФ «Рошен». Офіційний сайт. URL: <http://vcf.roshen.com/> (дата звернення: 22.08.2021).
29. Примостка О. О. Оптимізація структури капіталу ТНК в умовах глобалізації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. № 15(2). С. 105-108.
30. Репіна І. М. Активи підприємства: таксономія, діагностика та управління: монографія. К. : КНЕУ, 2012. 274 с.
31. Репіна І. М. Управління вартістю підприємства : практикум. К. : КНЕУ, 2014. 208 с.
32. Росс С. Основы корпоративных финансов. М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. 720 с.

33. Сініцин О. О. Емпіричні дослідження інтервальних детермінант структури капіталу транснаціональних корпорацій. *Незалежний аудитор*. 2016. № 17. С. 54-61.
34. Скотт М. К. Факторы стоимости. М. : Олимп-Бизнес, 2015. 432 с.
35. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник. К. : КНЕУ, 2004. 566 с.
36. Терещенко О. О. Управління ризиками структури капіталу корпоративних підприємств. *Фінанси України*. 2019. № 10. С. 89-101.
37. Хижинська М. А., Лактіонова О. А. Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні. *Вісник наукового товариства ДонНУ ім. В. Стуса*. 2021. №13. С. 284-290.
38. Хижинська М. А. Аналіз чинників оптимізації та їх впливу на структуру капіталу корпорацій в Україні. *Сучасні інструменти управління корпоративними фінансами*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. 17 лист. 2021 р. URL: <https://jvestnik-sss.donnu.edu.ua/article/view/11290/11180>
39. Хижинська М. А., Лактіонова О. А. Концептуальні основи вдосконалення механізму управління фінансовим капіталом корпорації в Україні. *Розвиток фінансового ринку в Україні: загрози, проблеми та перспективи*: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. 27 жовтня 2021 р. URL: <http://nbuv.gov.ua/>
40. Чемчикаленко Р. А. Оптимізація структури капіталу підприємства. *Інфраструктура ринку*. 2019. № 34. С. 298-303.
41. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика. М. : ИНФРА-М, 2000. 688 с.
42. Черненко Д. Д. Структура капіталу українських нефінансових підприємств в історичній перспективі. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2018. № 1. С. 84-92.
43. Шаповал Л. П. Ефективність використання структури капіталу в системі фінансової безпеки підприємства. *Економіка. Фінанси. Право*. 2016. № 12(2). С. 23-27.

44. Шипіцина, Г.А. Формування структури капіталу машинобудівних підприємств : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Дніпропетровськ : ПВНЗ "Дніпропетр. ун-т ім. Альфреда Нобеля", 2014. 20 с.
45. Школьник І. О. Структура капіталу підприємства: систематизація теоретичних підходів у контексті фінансової архітектури підприємства. *Бізнес Інформ*. 2018. № 3. С. 315-322.
46. Шубіна С. В. Методика аналізу структури капіталу та її впливу на прибутковість підприємства. *Вісник Університету банківської справи*. 2017. № 1. С. 78–83.
47. Щербань О. Д. Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка та держава*. 2017. № 12. С. 82-88.
48. Юрій Е. О. Місце дослідження структури капіталу в оцінці фінансової стійкості підприємства. *Причорноморські економічні студії*. 2017. № 22. С. 146-149.
49. Harris, Robert S. and Chaplinsky, Susan, (2008). Capital Structure Theory: A Current Perspective. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=909392>
50. Joeveer, Karin. (2006). Sources of Capital Structure: Evidence from Transition Countries. Retrieved from: <http://ideas.repec.org//cer/paper/wp306.html>
51. Kyzenko O. (2018). Strategic Value Management: A Dynamic Perspective N.Y.: Nova Science Publishers, Inc.
52. Martinovic, Marina and Renneboog, Luc, (2008). What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment?. *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming; ECGI - Finance Working Paper No. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1192566>
53. Shamshur, Anastasiya (2010). Access to Capital and Capital Structure of the Firm CERGE-EI Working Paper Series No. Retrieved from: <http://ideas.repec.org/p/cer/papers/wp429.html>
54. Van Binsbergen, Jules H. and Graham, John R. and Yang, Jie (2011). Optimal Capital Structure. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1743203>

55. Zheka Vitaliy (2010). The impact of corporate governance practices on dynamic adjustment of capital structure of companies in Ukraine. ERC Working Paper Series, Project No08-074. Retrieved from: http://econpapers.repec.org/paper/eerwpalle/10_2f07e.htm

56. World fertilizer trends and outlook to 2020. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Rome. 2017. P. 38.

57. Data Archives. Retrieved from: http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.htm#industry

58. Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses. Retrieved from: <https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/insolvency-and-debt-overhang-following-the-covid-19-outbreak-assessment-of-risks-and-policy-responses7806f0>

59. Pinto, J. E. (2020). Equity asset valuation. John Wiley & Sons.

60. Fernandez, P. Equity premium: historical, expected, required and implied. Unpublished working paper. IESE Business School. University of Navarra. 2006. P. 41