



## **Лекція 5. Формування фінансових джерел санації підприємства**

### **5.1. Внутрішні фінансові джерела санації підприємств**

#### **5.1.1 Поняття та класифікація внутрішніх джерел фінансової стабілізації**

#### **5.1.2. Збільшення вхідних грошових потоків**

##### **5.1.2.1. Збільшення виручки від реалізації**

##### **5.1.2.2. Реструктуризація активів**

#### **5.1.3. Зменшення вихідних грошових потоків**

##### **5.1.3.1. Зниження собівартості продукції**

**5.1.3.2. Згортання інвестицій та зменшення витрат, які не належать до собівартості продукції**

### **5.2. Зовнішні фінансові джерела санації підприємств**

#### **5.2.1. Фінансування санації за рахунок акціонерного (пайового) капіталу**

##### **5.2.1.1. Основні цілі та порядок збільшення статутного фонду**

##### **5.2.1.2. Методи та джерела збільшення статутного фонду**

###### **5.2.1.2.1. Збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості**

###### **5.2.1.2.2. Збільшення номінальної вартості корпоративних прав**

###### **5.2.1.2.3. Обмін облігацій на акції**

##### **5.2.1.3. Альтернативна санація**

#### **5.2.2. Участь кредиторів у фінансовому оздоровленні боржника**

##### **5.2.2.1.Форми реструктуризації заборгованості**

###### **5.2.2.1.1.Трансформація боргу у власність**

###### **5.2.2.1.2. Пролонгація та списання заборгованості**

##### **5.2.2.2. Санаційні кредити**

#### **5.2.3. Фінансова участь персоналу в санації підприємства**

\* Використовуючи внутрішні фінансові резерви,



\* подолання не тільки внутрішніх причин *кризи*, а й

\* значною мірою зменшити залежність ефективності *санації* від залучення зовнішніх фінансових джерел

\* Проте на підприємствах, які перебувають у фінансовій кризі, повністю вичерпуються такі класичні джерела самофінансування, як *прибуток* та *амортизація*.

\* Мобілізація внутрішніх резервів фінансової стабілізації підприємства спрямована насамперед на підвищення (або відновлення) його платоспроможності та ліквідності. Цього можна досягти :

\* збільшенням обсягів вхідних грошових потоків : за рахунок збільшення виручки від реалізації, або продажу частини основних фондів,

\* *рефінансування дебіторської заборгованості;*

\* в результаті скорочення вихідних грошових потоків :

\* зменшення витрат, які відносяться на собівартість продукції

## 5.1.2. Збільшення вхідних грошових потоків

*Вхідні грошові потоки підприємства класифікують таким чином:*

- 1) виручка від реалізації основної продукції;
- 2) надходження у вигляді інших операційних доходів;
- 3) доходи від інвестиційної діяльності;
- 4) кошти, залучені в результаті емісії корпоративних прав;
- 5) кошти, залучені на умовах позики;
- 6) державні дотації та субсидії.

\* До внутрішніх джерел збільшення грошових надходжень відносять перші три позиції. Можливості підприємства, що перебуває у *кризі*, скористатися останніми трьома джерелами фінансових ресурсів залежать від суб'єктивних мотивацій та спроможності третіх сторін: інвесторів (акціонерів, пайовиків), кредиторів, держави.

\* Відновити платоспроможність можна, збільшивши вхідні грошові потоки.

### 5.1.2.1. Збільшення виручки від реалізації

- \* Першим симптомом фінансової кризи на переважній більшості підприємств є зменшення рівня реалізації продукції.
- \* Навпаки, досягнення необхідного рівня реалізації продукції є головним критерієм успіху санації суб'єкта господарювання.
- \* У довгостроковому періоді збільшення виручки від реалізації і на цій основі досягнення прийняттого рівня прибутковості є головним завданням санації підприємства, оскільки всі короткострокові заходи щодо поліпшення фінансового стану підприємства втрачають сенс, якщо через дефіцити у сфері збуту продукції підприємство через деякий час знову стає фінансово неспроможним.
- \* Саме тому заходи щодо активізації збутової політики підприємства належать до числа найбільш пріоритетних.

\* Дії, спрямовані на збільшення виручки від основної реалізації, рідко приносять відчутні результати в короткостроковому періоді, оскільки заходи щодо розширення ринків збуту продукції мають, як правило, стратегічний характер.

Розмір виручки від реалізації залежить від двох основних факторів:

- \* обсягу реалізованої продукції;
- \* ціни одиниці такої продукції.

У стратегічному плані менеджмент підприємства має прийняти рішення з трьох основних питань.

1. Яка номенклатура продукції та за якими цінами пропонуватиметься?
2. Якого обсягу реалізації за окремими періодами підприємство має намір досягти?
3. Якою частиною ринку необхідно завладіти?

\* Відповіді на поставлені запитання залежать від підприємницької філософії суб'єкта господарювання, а також від того, як спрямована його діяльність — на задоволення певних потреб споживачів, на забезпечення зайнятості населення чи на максимізацію прибутковості

\* Усі заходи щодо збільшення виручки мають базуватися на системі короткострокових прогнозів обсягів збуту з урахуванням динаміки цін та відповідних їм обсягів реалізації. Головним інструментом маркетингу є ціноутворення. Рішення про зміни цін слід приймати на підставі поглибленого аналізу наслідків цих змін.

### Основні санаційні заходи у сфері збуту :

- \* аналіз ринків та шляхів збуту готової продукції;
  - \* перевірка порядку ціноутворення;
  - \* підвищення якості обслуговування клієнтів та підвищення ефективності роботи з громадськістю;
  - \* аналіз сервісних послуг;
  - \* застосування гнучкої системи преміювання для продавців (реалізаторів);
  - \* запровадження гнучкої системи знижок та використання системи знижок за прискорену оплату продукції.
- \* здійснення рекламних акцій та акцій зі спеціального розпродажу, тощо.

### 5.1.2.2. Реструктуризація активів

Ця група санаційних заходів пов'язана зі зміною структури та складу активів балансу (досить часто ці зміни супроводжуються також змінами у складі та структурі пасивів).

#### Види санаційних заходів в рамках реструктуризації активів:

##### 1. Мобілізація прихованих резервів.

- \* **Приховані резерви** — це частина капіталу підприємства, що не відбита в балансі. Розмір прихованих резервів на активному боці балансу дорівнює різниці між балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства та їх реальною (вищою) вартістю.
- \* Заходи з мобілізації прихованих резервів:
  - \* реалізація окремих об'єктів основних та оборотних засобів, які безпосередньо не пов'язані з процесом виробництва та реалізації продукції (будівлі й споруди невиробничого призначення, корпоративні права інших підприємств, боргові цінні папери, нематеріальні активи, понаднормові запаси сировини й матеріалів тощо);
  - \* індексація балансової вартості майнових об'єктів, які не можна реалізувати без порушення нормального виробничого циклу (цей метод реструктуризації активів не пов'язаний із реальним підвищенням платоспроможності, проте може безпосередньо поліпшити кредитоспроможність підприємства). У разі індексації основних фондів змінюється також структура пасивів (збільшується стаття “Статутний капітал” чи “Додатковий капітал”).

2. Використання зворотного лізингу. У середньостроковій та довгостроковій перспективі використовувати основні фонди на умовах лізингу підприємству значно не вигідніше, ніж використовувати їх на умовах власності. Проте платоспроможність його відчутно підвищується, що дає змогу розраховуватися з поточними зобов'язаннями та уникнути порушення справи про банкрутство.

3. Здача в оренду основних фондів, які не повною мірою використовуються у виробничому процесі.

4. Оптимізація структури розміщення оборотного капіталу (зменшення частки низьколіквідних оборотних засобів, запасів сировини та матеріалів, незавершеного виробництва тощо). Надмірні запаси зумовлюють не лише зниження ліквідності підприємства, а й додаткові витрати, зокрема складські чи робочої сили. Окрім того, існує ризик щодо втрати якості чи знецінення певних видів сировини й матеріалів.

5. Продаж окремих низькорентабельних структурних підрозділів та об'єктів основних фондів. За рахунок цієї операції підприємство може отримати інвестиційні ресурси для репрофілювання виробництва на більш прибуткові види діяльності.

У разі продажу основних фондів (деталей, агрегатів, демонтованого обладнання) такі операції підлягають оподаткуванню податком на додану вартість за ставкою 20%. Згідно із Законом України “Про оподаткування прибутку підприємств” сума перевищення виручки від продажу окремих об'єктів основних фондів над їх балансовою вартістю включається до валових доходів підприємства, а сума перевищення балансової вартості над виручкою від такого продажу погашається за рахунок прибутку після оподаткування. *Балансова (залишкова) вартість* основних фондів — це різниця між їх початковою вартістю та нарахованою сумою зносу.



6. Рефінансування дебіторської заборгованості — це форма реструктуризації активів, що полягає в переведенні дебіторської заборгованості в інші, ліквідні форми оборотних активів: грошові кошти, короткострокові фінансові вкладення тощо. Одним із факторів, які негативно впливають на фінансовий стан підприємств, зокрема на їх платоспроможність, є високий рівень невиправданої дебіторської заборгованості. Погашення такої заборгованості є важливим резервом відновлення платоспроможності підприємств, що опинилися у *фінансовій кризі*.

Основні форми рефінансування дебіторської заборгованості :

1) *Факторинг*. Функції *факторингу* :

- \* фінансування та кредитування: підприємства поступаються правом на одержання грошових коштів згідно з платіжними документами на поставлену продукцію в обмін на негайне одержання основної суми дебіторської заборгованості (за вирахуванням комісійної винагороди факторингової фірми);
- \* покриття ризику : ризик неповернення кредиторської заборгованості переходить до фактора;
- \* управління дебіторською заборгованістю: робота зі стягнення заборгованості переходить до компетенції фактора.

2) Облік, або дисконтування векселів. Банк, придбавши вексель за іменним індосаментом, терміново його оплачує пред'явникові, а платіж отримує лише з настанням зазначеного у векселі строку погашення. Держатель векселя достроково реалізує його банку, тобто комерційний кредит перетворюється на банківський. За достроковий платіж банк утримує з номінальної суми векселя певну винагороду на свою користь, тобто оплачує вексель за мінусом знижки. Різниця між сумою, що її заплатив банк, придбавши вексель, і сумою, яку він отримає за цим векселем у строк платежу, називається *дисконтом*.

3) *Форфейтинг*.

4) Комплекс процедур з примусового стягнення заборгованості, зокрема й за позовом до господарського суду.

- \* Усі схарактеризовані вище санаційні заходи призводять до змін в окремих статтях активу балансу. Розглянуті далі дві групи заходів пов'язані здебільшого зі змінами у звіті про фінансові результати та їх використання (звіт про прибутки і збитки).

### 5.1.3. Зменшення вихідних грошових потоків

Одним із головних напрямків підвищення платоспроможності та відновлення фінансової стійкості підприємств, що перебувають у *фінансовій кризі*, є зменшення вихідних грошових потоків.

Вихідні грошові потоки підприємства класифікуються наступним чином:

- \* 1) оплата товарів, робіт, послуг, які становлять собівартість продукції;
- \* 2) оплата товарів, робіт, послуг, які не належать до валових витрат;
- \* 3) здійснення реальних та фінансових інвестицій;
- \* 4) сплата податків та інших платежів до бюджету;
- \* 5) повернення капіталу, який був залучений на фінансовому ринку.

- \* На обсяг останніх двох напрямків витрачання грошових коштів можливості впливу підприємства обмежені.
- \* Розмір податкових та інших платежів до бюджету залежить від установленого державою порядку визначення об'єктів оподаткування, ставок та термінів сплати.
- \* Обсяг платежів з повернення позик і процентів визначається умовами кредитних договорів та умовами випуску облігацій і значною мірою залежить від готовності кредиторів до участі в *санації* підприємства-боржника .
- \* Можливості впливу підприємств на обсяги вихідних грошових потоків за першими трьома напрямками є набагато більшими.
- \* Зниження собівартості продукції та витрат, джерелом покриття яких є *прибуток*, що залишається в розпорядженні підприємства, — головний внутрішній санаційний резерв суб'єктів господарювання, що перебувають у *фінансовій кризі*.

### 5.1.3.1. Зниження собівартості продукції

У короткостроковому періоді санаційні резерви, пов'язані зі зниженням собівартості продукції, набагато легше виявити та мобілізувати, ніж, скажімо, резерви збільшення виручки від реалізації продукції. Заходи щодо зниження вихідних грошових потоків за даним напрямком безпосередньо впливають на рівень ліквідності та платоспроможності підприємства.

Особлива увага має приділятися аналізу причин виникнення витрат, не зумовлених і нормальною організацією виробничого процесу, а саме:

- \* перевитрати палива, енергії, сировини та матеріалів;
- \* доплати робітникам за відхилення від нормальних умов праці та роботу понад норму;
- \* втрати від простоїв (недозавантаженість) машин і агрегатів; аварії;
- \* відсутність налагоджених господарських зв'язків із постачальниками сировини, матеріалів і т. ін.;
- \* порушення трудової та технологічної дисципліни

Витрати на сировину, матеріали, куповані комплектуючі вироби, напівфабрикати, паливо та енергію розраховують на підставі даних:

- \* 1) обсяг виготовлення окремих виробів;
- \* 2) технічно обгрунтовані норми витрат матеріальних ресурсів на одиницю продукції, установлені для планового року з урахуванням передбачених планом змін щодо використання техніки, технології та організації виробництва.

З огляду на фактори, від яких залежить обсяг витрат на сировину та матеріали, можна визначити відповідні резерви економії, вдавшись до таких заходів:

- \* переглянути норми витрат матеріальних ресурсів на одиницю продукції, це можна зробити за допомогою вартісного аналізу та *нуль-базис-бюджетування*, яке полягає в перерахунку всіх діючих нормативів витрат;
- \* з'ясувати можливості придбати (чи залучити на умовах лізингу) економічніші види обладнання;
- \* оцінити можливості зменшувати втрати сировини у відходах виробництва;
- \* переглянути основних постачальників сировини, аби їх диверсифікувати, зменшити кількість посередників та виявити можливості дешевше закуповувати безпосередньо у виробників необхідні предмети праці;
- \* особливу увагу слід звернути на попередження крадіжок на виробництві, для чого на підприємствах доцільно створювати службу безпеки.

- \* Основну та додаткову заробітну плату персоналу, зайнятого у виробництві продукції, розраховують окремо для робітників, які працюють на умовах відрядної оплати та робітників, працю яких оплачують погодинно.

Сума основної заробітної плати робітників у разі відрядної оплати праці визначається на підставі даних:

- \* 1) обсяг виробництва відповідних видів продукції;
- \* 2) встановлена трудомісткість (норми виробітку);
- \* 3) відрядні розцінки та середня годинна тарифна ставка. Сума основної заробітної плати робітників, які працюють погодинно, визначається згідно з їх плановою чисельністю і середньою тарифною ставкою або посадовим окладом.

Фінансова санація підприємств обов'язково супроводжується радикальним зменшенням витрат на персонал, особливо якщо виробництво продукції скорочується. Економії за цією статтею можна досягти, зменшивши заробітну плату (переглянувши систему тарифів та надбавок) або скоротивши необхідний робочий час (трудомісткість продукції).

## Заходи з вивільнення робочого часу :

- \* запровадження неповного робочого тижня (неповного робочого дня);
  - \* достроковий вихід на пенсію;
  - \* неоплачувані відпустки;
  - \* звільнення персоналу.
- \* Масові звільнення працівників слід поєднувати із санаційними заходами соціального характеру.
- \* В розглянутих елементах витрат містяться головні резерви зниження собівартості, оскільки на більшості підприємств витрати за статтями сировина, матеріали, паливо, енергія та заробітна плата становлять понад 90 % собівартості продукції.

Розрізняють основні групи чинників, що впливають на собівартість продукції.

Це – зміна:

- \*1) обсягів виробництва;
- \*2) структури (номенклатури та асортименту) продукції;
- \*3) технічного рівня виробництва;
- \*4) організації виробництва та умов праці.

На кожному конкретному підприємстві залежно від специфіки та умов виробництва перелік таких чинників може бути дещо іншим. Він має бути доволі повним, охоплювати всю сукупність умов, що тягнуть за собою зміни витрат.



### 5.1.3.2. Згортання інвестицій та зменшення витрат, які не належать до собівартості продукції

Доцільність прийняття рішення про згортання капіталовкладень залежить від конкретних умов діяльності підприємства, його платоспроможності, строків окупності інвестицій та розміру здійснених витрат. При цьому враховуються три основні аспекти.

- \* 1. Термін окупності інвестицій. Строк окупності інвестицій (особливо зовнішніх), здійснюваних підприємством, яке перебуває у *фінансовій кризі*, повинен бути якомога меншим. Окупність капіталовкладень може відбуватися або збільшенням грошових доходів, або зменшенням витрат. У рамках *фінансової санації* може бути прийняте рішення про заморожування ризикових інвестиційних проектів та інвестицій з довготривалим строком окупності.
- \* 2. Можливість використання *лізингу* замість вкладання коштів у реальні інвестиції. *Лізинг* основних фондів дозволяє модернізувати обладнання (а отже, здійснити санаційні заходи виробничо-технічного характеру) за відсутності необхідних інвестиційних ресурсів. Тут слід урахувати, що з огляду на дефіцит ліквідності підприємства в короткостроковому періоді альтернативи *лізингу* може не бути. Проте в середньо- та довгостроковому періоді залучення основних фондів на умовах *лізингу* обходиться підприємству дорожче, аніж їх купівля.
- \* 3. Обсяг вже здійснених інвестицій та можливість реалізації об'єктів незавершених капіталовкладень.

У рамках заходів щодо зменшення вихідних грошових потоків слід також переглянути інші витрати підприємства, які не відносяться на рахунок собівартості продукції, а здійснюються за рахунок *прибутку*, що залишився в розпорядженні підприємств після здійснення платежів у бюджет, та чистого *прибутку*.

До таких витрат належать:

- \* штрафи за порушення господарських договорів із суб'єктами господарювання, за несвоєчасне подання в податкову адміністрацію необхідних розрахунків та за затримку перерахування коштів у бюджет і державні цільові фонди;
- \* проценти за прострочені банківські позички;
- \* збитки у вигляді безнадійної заборгованості у разі, якщо кредитор не звернувся з позовом до господарського суду щодо стягнення такої заборгованості тощо.

Зменшення вказаних витрат є суттєвим резервом покращення платоспроможності підприємства.

## 5.2. Зовнішні фінансові джерела санації підприємств

### 5.2.1. Фінансування санації за рахунок акціонерного (пайового) капіталу

Найбільш зацікавленими в санації неспроможного підприємства особами є його власники. Вони, як правило, несуть значний тягар фінансування санаційних заходів.

#### Форми фінансування санації власниками :

\* а) внески на збільшення статутного фонду;

\* б) надання позик;

\* в) цільові внески на безповоротній основі.

\* Найчастіше застосовують першу форму. У результаті санації балансу підприємство не мобілізує додаткові кошти, проте створюються необхідні передумови (зрівноваження номінальної вартості акцій (часток) з їх ринковою ціною) для залучення зовнішніх фінансових джерел у майбутньому. На практиці з метою санації нерідко слідом за зменшенням статутного капіталу здійснюється його збільшення. Ця операція називається **двоступінчастою санацією**.

## 5.2.1.1. Основні цілі та порядок збільшення статутного фонду

Основні цілі збільшення статутного капіталу підприємства :

- \* мобілізація фінансових ресурсів для виконання санаційних заходів виробничо-технічного характеру, модернізації існуючих потужностей, переобладнання чи розширення виробництва;
- \* збільшення частки капіталу, у межах якої власники підприємства відповідають за його зобов'язаннями перед кредиторами, спрямоване на підвищення кредитоспроможності суб'єкта господарювання та його фінансової стійкості;
- \* поліпшення ліквідності та платоспроможності підприємства (збільшення капіталу пов'язане, як правило, із залученням додаткових грошових ресурсів);
- \* акумуляція фінансового капіталу для придбання корпоративних прав інших підприємств, у тому числі з метою посилення впливу на них, поглинання чи придбання їх потужностей.

- \* З метою *санації* статутний фонд, як правило, збільшують, щоб мобілізувати фінансові ресурси й підвищити фінансову стійкість підприємства.
- \* Ще один важливий мотив – збільшення капіталу, за яким власники несуть відповідальність перед кредиторами, завдяки чому підвищується кредитоспроможність підприємства.
- \* Серед інших чинників, що зумовлюють збільшення *статутного капіталу*, слід назвати зниження ринкової ціни акцій.
- \* Високий курс перешкоджає широкій диверсифікації акцій, оскільки приватні інвестори, як правило, побоюються вкладати кошти в акції з високою купівельною ціною.
- \* Ефекту зниження курсу можна досягти і без збільшення *номінального капіталу*, зменшивши номінальну вартість акцій, а також збільшивши їх кількість (подрібнення).

## 5.2.1.2. Методи та джерела збільшення статутного фонду

### Методи збільшення статутного фонду:

- \* збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості;
- \* збільшення номінальної вартості акцій;
- \* обмін облігацій на акції.

### 5.2.1.2.1. Збільшення кількості акцій існуючої номінальної вартості

#### Статутний фонд підприємства зростає за рахунок трьох джерел:

- \* додаткових внесків учасників та засновників;
- \* дивідендів (реінвестиції прибутку);
- \* індексації основних фондів.

\* Після прийняття рішення про збільшення статутного фодду та виконання інших загальних передумов з метою швидкого та ефективного розміщення акцій емітенти вдаються до послуг фінансових посередників (професійних торговців цінними паперами) - андеррайтерів.

\* Посередники можуть взяти на себе зобов'язання з розміщення всієї емісії. При цьому емітентові надається гарантія розміщення емісії.

Розрізняють такі основні форми андеррайтингу:

- \* повний або частковий викуп усієї емісії з подальшим продажем за вищою ціною;
- \* продаж акцій на комісійних засадах за ціною, встановленою емітентом;
- \* викуп фінансовим посередником недорозміщеної підприємством частини емісії.

\* Коли йдеться про збільшення статутного фонду підприємства, що перебуває у *кризі*, воно в пошуку потенційних інвесторів може зіткнутися з труднощами, оскільки капіталовкладення в такого роду підприємства пов'язані з підвищеним ризиком.

\* Тоді з метою компенсації ризикованості слід пропонувати різного роду пільгові умови вкладення капіталу, а саме:

- \* переваги щодо розподілу майбутніх прибутків (авансована виплата дивідендів, підвищений розмір дивідендів);
- \* переваги під час прийняття управлінських рішень;
- \* пільги в разі розподілу *ліквідаційної маси* тощо.



**Курс емісії** - це курс, за яким передплачуються акції. З юридичного погляду нижньою межею курсу емісії нових акцій є їх номінальна вартість, а з економічного – номінальна вартість разом із витратами на здійснення емісії.

До основних витрат на здійснення емісії належать:

- \* а) оплата послуг аудиторів;
- \* б) оплата послуг фінансових посередників;
- \* в) витрати на друкування бланків цінних паперів;
- \* г) витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії;
- \* д) оплата послуг незалежного реєстратора;
- \* е) витрати на рекламу та друкування проспекту нової емісії.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включаються до складу валових витрат підприємства-емітента.

Щоб стимулювати попит на акції нової емісії, їх максимальна вартість має бути меншою за ринковий курс старих акцій. Отже, верхня межа курсу емісії перебуває на рівні біржового курсу старих акцій.

## 5.2.1.2.2. Збільшення номінальної вартості корпоративних прав

- \* В цьому випадку акції попередніх випусків обмінюються на акції нової номінальної вартості відповідно до кількості акцій, якими володіє акціонер. Збільшення статутного фонду акціонерного товариства збільшенням номінальної вартості акцій є підставою для анулювання реєстрації попередніх випусків акцій. Тому потрібно зареєструвати випуск акцій нової номінальної вартості.

У разі збільшення номінальної вартості акцій статутний фонд збільшується за рахунок джерел:

- \* додаткових внесків власників корпоративних прав підприємства;
- \* індексації основних фондів.
- \* Кожний акціонер може доплатити до визначеного рівня нової номінальної вартості акцій. Якщо він відмовився зробити це, емітент зобов'язаний запропонувати акціонерові викупити його акції.

### 5.2.1.2.3. Обмін облігацій на акції

У разі збільшення статутного фонду обміном облігацій існуючої номінальної вартості на акції відповідного емітента статутний фонд збільшується на загальну номінальну вартість облігацій, що обмінюються на акції.

При цьому номінальна вартість облігацій, умовами випуску яких передбачається їх обмін на акції, має дорівнювати номінальній вартості акцій. Метод збільшення статутного фонду обміном облігацій на акції пов'язаний, передовсім, з *облігаціями конверсійної позики*.

\* Облігації конверсійної позики (конвертовані облігації) – це іменні облігації, які через певний час можна обміняти на звичайні акції підприємства. *Конверсійні облігації* є особливо ефективним санаційним інструментом, є однією з форм кредитування санації власниками та кредиторами підприємства.

Вкладаючи кошти в конверсійні облігації, інвестор досягає подвійної мети:

- \* 1) відносної безпеки вкладень (у разі банкрутства підприємства претензії власників облігацій задовольнятимуться нарівні з кредиторами);
- \* 2) можливості збільшити капітал, яку дають звичайні акції.

## Підприємства емітують такі облігації у випадках:

- \* коли ставки на кредитному ринку високі,
- \* курс акцій через низьку прибутковість має тенденцію до зниження, внаслідок чого випуск звичайних акцій є проблематичним.

## Переваги конверсійних облігацій:

- \* проценти за ними є нижчими за середню процентну ставку на кредитному ринку, отже, інвестори дають згоду одержати нижчий процент, притаманний *конверсійним облігаціям*, заради можливості обміняти їх згодом на звичайні акції;
- \* проценти за борговими цінними паперами відносяться на валові витрати емітента, а дивіденди за акціями сплачуються за рахунок чистого *прибутку*.

Конверсійні облігації випускають, як правило, великі підприємства на строк 5–10 років. Ринкова ціна *конверсійних облігацій* визначається їх інвестиційною вартістю та ціною звичайних акцій, взятих для конверсії.

Коефіцієнт конверсії – це відношення, за яким планується конверсія. Він показує, скільки облігацій потрібно подати, аби одержати одну акцію, і визначається діленням номінальної вартості всіх облігацій, які перебувають в обігу, на обсяг збільшення (приріст) статутного фонду.

Якщо, наприклад, коефіцієнт конверсії становить 4 : 1 і номінальна вартість облігацій відповідає номіналу акцій, то 4 облігації можна обміняти на одну звичайну акцію.

Оскільки конверсія може відбуватися через кілька років після емісії облігацій, за цей період прибутковість емітента та ринковий курс акцій можуть значно змінитися.

Щоб привести у відповідність реальну ціну акцій з вартістю конверсії, умовами емісії можуть бути передбачені доплати, які здійснюються під час обміну.

Застосовують такі види доплат:

- \* 1) фіксованого розміру — курс емісії акцій визначається розміром доплат та *коефіцієнтом конверсії*;
- \* 2) зростаючого розміру — курс емісії акцій із часом зростає, що сприяє прискоренню конверсії;
- \* 3) спадного розміру — курс емісії акцій із часом зменшується, що сприяє віддаленню конверсії;
- \* 4) прив'язані до дивідендів — розмір доплат збільшується або зменшується пропорційно до ставки нарахування дивідендів за акціями підприємства;
- \* 5) компенсаційні — у разі конверсії окрім акцій держатель облігацій отримує певну суму грошових компенсацій.

- \* Конверсія економічно виправдана тоді, коли курс її (вартість облігацій плюс доплати) нижчий від біржового курсу акцій. Оскільки курс емісії акцій визначається *коефіцієнтом конверсії* та доплатами, вони мають бути встановлені так, щоб курс емісії акцій був не нижчим за їх номінальну вартість.
- \* Рішення держателів облігацій щодо їх конверсії в акції залежить від рівня прибутковості та надійності емітента. Емісія *конверсійних облігацій* не повинна перевищувати 25% розміру оплаченого статутного фонду підприємства.

### 5.2.1.3. Альтернативна санація

- \* Фінансова санація зусиллями власників підприємства, за якої акціонер на добровільних засадах може зробити вибір між *деномінацією* чи *консолідацією*, з одного боку, та *безповоротною фінансовою допомогою* підприємству – з іншого, називається альтернативною санацією.
- \* За такої форми санації акціонери (власники) мають зробити вибір: або вони роблять цільові внески, щоб погасити балансові *збитки* підприємства. і зберігають належну їм (в абсолютному і відносному розмірах) частку номінальної вартості статутного фонду, або погоджуються на зниження номінальної вартості своїх корпоративних прав, не здійснюючи жодних доплат.
- \* При цьому можна комбінувати варіанти: одні акціонери їжуть надати перевагу зменшенню номінальної вартості своїх корпоративних прав, а інші – обрати доплати.
- \* Якщо правильно розрахувати ставку доплат, фінансові наслідки обох видів *санації* для власників корпоративних прав будуть однаковими.
- \* Суб'єкт господарювання також у кожному разі отримає одну й ту саму суму *санаційного прибутку*.
- \* Проте йому є сенс обрати додаткові внески. Адже тоді залучаються додаткові ліквідні засоби, тобто поліпшується платоспроможність підприємства.

\* Цільові внески акціонерів на покриття *збитків* можуть здійснюватися лише на добровільній основі. Навіть рішення зборів акціонерів не може зобов'язати окремого співвласника надати *безповоротну фінансову допомогу* підприємству. Рішення акціонера на користь доплати чи анулювання акцій залежить від того, як він оцінює перспективи розвитку підприємства, зокрема майбутню динаміку біржового курсу його акцій.

\* До форм фінансової участі власників у санації підприємства відносять також надання фінансових ресурсів на умовах позики - безпосереднє кредитування власниками свого підприємства, надання ними гарантій та поручительств (інших видів кредитного забезпечення). Надання позик власниками перед загрозою можливого банкрутства підприємства пов'язане з надзвичайним ризиком. До такої форми фінансування вдаються, як правило, комерційні банки, які володіють великим пакетом акцій підприємства, що перебуває у фінансовій кризі.



## 5.2.2. Участь кредиторів у фінансовому оздоровленні боржника

Кредитори можуть діяти одним із розглянутих далі способів.

- \* Звернення до господарського суду із заявою про оголошення *боржника* банкрутом з подальшою його ліквідацією.
- \* Мораторій. У такому разі кредитор не надає додаткових кредитів і протягом певного періоду не вимагає виконання грошових зобов'язань, строк сплати яких настав.
- \* Участь у *санації боржника*. Рішення кредиторів щодо участі в *санації боржника* залежить від багатьох факторів, зокрема від ризику неповернення кредитів (як банківських, так і комерційних); очікуваних доходів у разі успішного завершення *санації*; економіко-правових (у тому числі податкових) наслідків участі в *санації* тощо.

## Форми фінансової участі кредиторів у санації боржника:

- \* 1) реструктуризація наявної заборгованості;
- \* 2) зменшення або списання заборгованості;
- \* 3) надання санаційних кредитів.

## Розрізняють групи кредиторів:

- \* банки та інші фінансово-кредитні установи (за наданими позиками);
- \* постачальники предметів та засобів праці (за поставлену сировину, матеріали, комплектуючі, обладнання, устаткування тощо);
- \* споживачі готової продукції (за авансами одержаної);
- \* працівники підприємства (заборгованість з оплати праці);
- \* державні органи (заборгованість щодо розрахунків із бюджетом та за позабюджетними платежами).

## 5.2.2.1.Форми реструктуризації заборгованості

До основних форм реструктуризації заборгованості належать:

- \* а) *трансформація боргу у власність* та конверсія короткострокової заборгованості в довгострокову;
- \* б) пролонгація строків сплати.

### 5.2.2.1.1.Трансформація боргу у власність

Реструктуризації заборгованості передбачає конверсію (трансформацію) боргу у власність. Це означає, що підприємства-боржники стимулюють кредиторів до придбання корпоративних прав в обмін на боргові вимоги. У результаті такої операції боржник досягає подвійної мети:

- \* 1) підвищується ринковий курс корпоративних прав, оскільки відбувається їх додаткова закупівля;
- \* 2) поліпшується структура балансу, оскільки співвідношення власних і позикових коштів зазнає сприятливих для підприємства змін.

*Конверсія боргу у власність* може відбуватися шляхом :

- \* емісії нових корпоративних прав;
- \* викупу часток (паїв, акцій) у власників з метою їх подальшого обміну на боргові вимоги;
- \* емісії (обміну) конверсійних облігацій.

\* *Трансформація боргу у власність* здійснюється, як правило, великими кредиторами (обслуговуючим банком), які повірили в *санаційну спроможність боржника* і очікують на його прибутки в майбутньому. Відповідну операцію можна розглядати як внесок кредитора до статутного фонду боржника. Це можуть бути як грошові кошти, так і матеріальні цінності.

\* *Конверсія боргу у власність* може призвести до того, що колишні власники втратять контроль над підприємством, а колишній кредитор, ставши співвласником, братиме активну участь в управлінні підприємством та у виробленні загальної стратегії його розвитку.

\* Для кредитора такого роду операція пов'язана з ризиком повної або часткової втрати вимог, оскільки після того як *боржник* стане власником корпоративних прав, його вимоги погашатимуться нарівні з вимогами інших співвласників після кредиторів.

## 5.2.2.1.2. Пролонгація та списання заборгованості

- \* Відстрочені (пролонговані) кредити – це кредити, за якими строк дії кредитного договору продовжений та змінені його умови з об'єктивних причин, які призвели до несвоєчасного повернення позики.

*Списання заборгованості* означає відмову кредитора від своїх вимог. Вона прирівнюється до *безповоротної фінансової допомоги боржникові*.

Списати заборгованість можна в одній із таких двох форм:

- \* а) повної або часткової відмови від своїх вимог;
- \* в) відмови від кредитного забезпечення.
- \* Списувати заборгованість, як і конвертувати борг у власність, можуть великі кредитори, які зацікавлені в збереженні довгострокових фінансового-господарських відносин з підприємством. У результаті списання заборгованості поліпшується структура капіталу підприємства, підвищуються його платоспроможність та ліквідність.

- \* Вітчизняне законодавство розглядає *списання заборгованості* як *безповоротну фінансову допомогу* з усіма податковими наслідками. У результаті списання заборгованості підприємство-боржник отримує *санаційний прибуток*.
- \* Якщо одержувач *санаційного прибутку* має *збитки* за результатами своєї господарської діяльності, то цей *прибуток* підлягає оподаткуванню лише в частині, що перевищує *збитки* підприємства.
- \* Кредитори в разі виникнення простроченої заборгованості мають негайно звертатися з позовом до господарського суду, тоді вони зможуть зменшити об'єкт оподаткування на суму заборгованості.
- \* Інакше кредитор покриває *збитки* (якщо виникає *безнадійна заборгованість*) за рахунок *прибутку*, який залишається в його розпорядженні після оподаткування.

## 5.2.2.2. Санаційні кредити

- \* Завдяки наданню санаційних кредитів підвищується платоспроможність боржника, оскільки залучаються ліквідні засоби. Проте структура капіталу погіршується та знижується рівень фінансової незалежності підприємства через зростання частки позичкового капіталу.

Особливості санаційних кредитів:

- \* 1) надання кредиторомі позик за максимальними ставками (підвищена ризикованість);
- \* 2) вимога кредиторомі першокласного кредитного забезпечення (мінімізація ризику неповернення позик).

За такої форми участі кредиторів у санації вони можуть або безпосередньо надавати санаційні кредити, або ставати гарантом повернення такого роду кредитів.

- \* Санаційні кредити можуть бути лише середньо- або довгостроковими, оскільки лише за таких умов можуть фінансуватися капітальні вкладення, тобто санаційні заходи виробничо-технічного характеру. Короткострокові кредити, які надаються у разі тимчасових фінансових труднощів, не можна розглядати як фінансову базу для проведення *санації* підприємств.
- \* Санаційні кредити надаються, як правило, комерційним банком, який обслуговує підприємство; банком, що володіє пакетом корпоративних прав боржника або банківським консорціумом. Вирішальним у наданні санаційного кредиту є позитивний висновок аудитора про *санаційну спроможність* підприємства, наявність якого є необхідною передумовою надання санаційних кредитів.
- \* Іноді, щоб акумулювати кредитні ресурси (як у національній так і в іноземній валюті) з метою кредитування значних за обсягом санаційних програм, зменшення кредитних ризиків, додержання нормативного показника максимального розміру ризику на одного позичальника, комерційні банки можуть об'єднуватися у консорціуми (*санаційні консорціуми*).
- \* *Банківські консорціуми* – це засновані на паритетних засадах тимчасові об'єднання банків, створювані для координації дій під час виконання різного роду банківських операцій або для кредитування однієї, але великої та ризикованої угоди. Банківські консорціуми для надання санаційних кредитів сприяють об'єднанню кредитних ресурсів, диверсифікації кредитного ризику, підтриманню ліквідності балансів окремих банків.



### 5.2.3. Фінансова участь персоналу в санації підприємства

- \* Основною причиною фінансової участі персоналу підприємства в санації є надія зберегти робочі місця.

#### Форми фінансування санації персоналом підприємства :

- \* а) відстрочення або відмова від винагороди за виробничі результати;
- \* б) надання працівниками позик;
- \* в) купівля працівниками акцій свого підприємства.

## 5.3. *Визначення потреби в капіталі*

### 5.3.1. Зміст та види потреби в капіталі

- \* Перш ніж здійснювати заходи щодо залучення фінансових ресурсів, необхідних для санації підприємства, слід визначити потребу в капіталі.
- \* *Потреба в капіталі* - це виражена в грошовому еквіваленті потреба підприємства у грошових та матеріальних засобах, необхідних для виконання поставлених цілей та забезпечення фінансової рівноваги.
- \* Базою для класифікації форм, яких може набирати потреба в капіталі, є групування вихідних грошових потоків підприємства. Потреба в капіталі зумовлюється тим, що момент здійснення грошових витрат та момент надходження грошових коштів за продукцію, на виробництво якої понесені витрати, не збігаються в часі. Щоб визначити потребу в капіталі, сукупні витрати підприємства доцільно розмежувати на дві групи:
  - \* 1) витрати, пов'язані з підготовкою та організацією виробництва (*капітальні витрати*);
  - \* 2) витрати, пов'язані з веденням та обслуговуванням виробництва

\* До першої групи належать витрати на заснування (реорганізацію) підприємства, купівлю та введення в дію основних фондів. Кошти, заморожені в таких витратах, повертаються на підприємство поступовим їх включенням у ціну реалізації продукції протягом тривалого часу. Отже, капітал, необхідний для фінансування зазначених витрат, має бути мобілізований на довгостроковий період. Такий капітал називають *інвестиційним*.

\* Витрати другої групи пов'язані з оплатою праці персоналу та придбанням предметів праці. Вони повністю переносять свою вартість на готову продукцію в поточному виробничому циклі, повністю включаються в ціну реалізованої продукції і повертаються на підприємство через короткий проміжок часу. Для фінансування таких витрат визначають потребу в *оборотному капіталі*.

*Оборотний капітал (оборотні кошти)* – це кошти, авансовані в оборотні виробничі фонди і фонди обігу для забезпечення безперервності процесу виробництва та реалізації продукції.

*Фінансовий капітал* – важлива складова економічної потужності підприємства. Загалом *економічна потужність* включає в себе два основні компоненти: *виробничу (технологічну) та фінансову потужність*.

Показник *технологічної потужності* характеризує обсяг продукції, який можна виробити на наявних у підприємства основних фондах.

*Фінансова потужність* підприємства показує, який обсяг виробництва товарної продукції здатне профінансувати підприємство.

Технологічні потужності фінансуються за рахунок інвестиційного, а фінансова – за рахунок оборотного капіталу. Загалом технічна та фінансова потужність є взаємозалежними величинами і визначаються можливостями збуту продукції.

Потреба в капіталі для проведення виробничо-технічних санаційних заходів визначається за планом капіталовкладень, а також за організаційним та фінансовим планами проекту санації.

Обсяг необхідних фінансових ресурсів обчислюється так:

- \* “+” обсяг потреби в інвестиційному та оборотному капіталі;
- \* “-” очікуваний обсяг виручки від реалізації окремих об'єктів активів;
- \* “±” від'ємний (додатний) Cash-Flow (грошовий потік), очікуваний у періоді проведення санації.
- \* Визначальним при цьому є обсяг потреби в інвестиційному та оборотному капіталі.

# Визначення потреби в інвестиційному капіталі

Потреба в інвестиційному капіталі визначається на підставі бюджету капіталовкладень, в якому відбито виробничу програму (асортимент товарів, робіт, послуг, які планується виробляти), а також зазначено, яке саме виробниче обладнання, технічну документацію, технологію, “ноу-хау” та в кого, на яких умовах і в який термін слід придбати, суму витрат на придбання. Загалом на обсяги потреби в інвестиційному капіталі впливають фактори:

- \* виробнича програма;
- \* вартість машин та обладнання, які заплановано придбати;
- \* вартість модернізації існуючих основних фондів;
- \* розмір підприємства;
- \* правова форма організації бізнесу;
- \* вид діяльності (галузь);
- \* місце розташування підприємства;
- \* строк окупності інвестицій.

# Визначення потреби в оборотному капіталі

- \* 

Визначення потреби в оборотному капіталі для фінансування виробничого процесу є набагато складнішою проблемою, ніж розрахунок потреби в інвестиційному капіталі, оскільки наявність та структура оборотних коштів підприємства залежить від періоду, протягом якого капітал, авансований у виробництво певного продукту, знову надійде на підприємство у складі виручки від реалізації. Цей період досить важко розрахувати, оскільки він зумовлений багатьма невизначеними чинниками.
- \* 

Потреба в оборотному капіталі, необхідному для забезпечення фінансово-господарської діяльності, визначається за окремими видами оборотних активів:

  - \* готовою продукцією;
  - \* запасами сировини, матеріалів та напівфабрикатів;
  - \* незавершеним виробництвом;
  - \* витратами майбутніх періодів

У вітчизняній практиці потребу в оборотних коштах визначають на основі їх нормування.

Сукупний норматив (загальну потребу в оборотних коштах) обчислюють, підсумовуючи нормативи за окремими статтями.

Норматив оборотних коштів за кожною статтею розраховується множенням одноденних витрат у грошовому вираженні на відповідну норму запасу в днях.

До основних факторів, які впливають на обсяг потреби в оборотних коштах, слід віднести такі:

- \*1) обсяг виробництва та реалізації продукції протягом періоду, на який визначається потреба в капіталі;
- \*2) умови постачання підприємства: кількість постачальників, строки поставок, форми розрахунків тощо;
- \*3) організація процесу виробництва: тривалість виробничого циклу, розмір витрат, номенклатура продукції;
- \*4) умови реалізації продукції: кількість споживачів готової продукції, їх віддаленість, форми розрахунків тощо.

Плануючи обсяги потреби в капіталі, який відволікається в дебіторську заборгованість, слід враховувати наступне:

- \*1. Обмеження щодо надання товарних кредитів, відстрочок з оплати продукції може негативно вплинути на обсяги реалізації, оскільки в умовах ринку споживачі продукції надають перевагу контрагенту, який пропонує найвигідніші умови розрахунків та постачання.
- \*2. Надмірне захоплення наданням товарних кредитів може зумовити неефективне відволікання фінансових ресурсів, знизити платоспроможність підприємства та призвести до високих витрат, пов'язаних зі стягненням заборгованості.
- \*3. Здійснюючи авансовану оплату факторів виробництва, можна отримати значні знижки в їх ціні, що може позитивно вплинути на собівартість продукції. При цьому слід порівняти позитивний ефект від зниження цін та збереження надійного постачальника з негативними наслідками відволікання коштів у дебіторську заборгованість під час здійснення авансових розрахунків.



## *\*Забезпечення фінансової рівноваги на підприємстві*

- \* Необхідною умовою життєдіяльності підприємства є, як відомо, забезпечення його постійної платоспроможності. Основним завданням фінансового менеджменту є така координація вхідних та вихідних грошових потоків, щоб у будь-який час підприємство було спроможним виконати свої поточні платіжні зобов'язання. Цього можна досягти, додержуючи фінансової рівноваги в довгостроковому періоді.*
- \* Фінансова рівновага передбачає, що грошові надходження підприємства дорівнюють або перевищують потребу в капіталі для виконання поточних платіжних зобов'язань.*
- \* Рівняння фінансової рівноваги можна подати в такому вигляді (базова модель):*
- \* початковий стан резервів ліквідності + виручка від реалізації продукції + надходження від інвестиційної діяльності + надходження від фінансової діяльності = поточні виплати в рамках операційної діяльності + інвестиції + погашення заборгованості (основна сума, відсотки) + виплата дивідендів + кінцевий обсяг резервів*

В процесі фінансового аналізу використовується також *модифікація базової моделі*, в якій на боці вхідних потоків замість виручки від реалізації враховується чистий прибуток та амортизація (Cash-Flow), тоді як на боці вихідних потоків не враховуються поточні виплати в межах операційної діяльності.

\* *Рівняння фінансової рівноваги (1 модифікація базової моделі):*

*початковий стан резервів ліквідності + Cash-flow надходження від фінансової діяльності = інвестиції + погашення заборгованості (основна сума) + виплата дивідендів + формування резервів*

\* *Рівняння фінансової рівноваги ( 2 модифікація базової моделі):*

*Мобілізація фінансового капіталу (резерви ліквідності + самофінансування + акціонерний (пайовий) капітал + позичковий капітал = використання фінансового капіталу (інвестиції (фінансові, реальні )+ погашення заборгованості (основна сума) + виплата дивідендів + формування резервів + поповнення оборотних коштів*

## *Правила фінансування*

Правила фінансування формують принципи, згідно яких підприємство мобілізує фінансовий капітал для покриття потреби у фінансових ресурсах. На них слід зважати, виробляючи стратегію залучення фінансових джерел санації підприємств.

Розрізняють основні правила фінансування підприємств:

- \* золоте правило фінансування;*
- \* золоте правило балансу;*
- \* правило вертикальної структури капіталу.*

Перші два правила характеризують горизонтальну структуру капіталу та майна підприємства. Останнє стосується лише пасиву балансу. Усі три правила базуються на розрахунку низки показників, що характеризують співвідношення певних статей балансу.

\* **Золоте правило фінансування** називають також **золотим банківським правилом**, або **правилом узгодженості строків**.

Правило вимагає, щоб терміни, на які мобілізуються фінансові ресурси, збігалися з термінами, на які вони вкладаються в реальні чи фінансові інвестиції. Це означає, що фінансовий капітал має бути мобілізований на термін, не менший від того, на який відповідний капітал заморожується в активах підприємства, тобто в об'єктах основних та оборотних засобів.

\* Підприємство, додержуючи вимог *золотого правила фінансування*, забезпечує собі стабільну ліквідність та платоспроможність. Загалом вважають, що має діяти принцип “загального фінансування”, згідно якого усі активи фінансуються за рахунок *пасивів*. Використовуючи золоте правило фінансування, користуючись *золотим правилом*, що виражають його зміст:

$$\frac{\text{Довгострокові активи}}{\text{Довгострокові пасиви}} \leq \text{користуючись} \frac{\text{Короткострокові активи}}{\text{Короткостроковий капітал}} \geq 1$$

У разі додержання *золотого правила фінансування* фінансова рівновага забезпечується за таких умов:

- \* 1) інвестований капітал своєчасно (у передбачені строки) вивільняється в результаті господарської діяльності;
- \* 2) існує можливість пролонгації строків повернення капіталу;
- \* 3) платежі, термін оплати яких настав, можна здійснити за рахунок надходжень від операційної та інвестиційної діяльності.

Золоте правило балансу вимагає не лише паралельності термінів фінансування та інвестування, а й додержання певних співвідношень між окремими статтями пасивів та активів. Правило вимагає виконання двох умов:

- \* а) основні засоби мають фінансуватися за рахунок власного капіталу та довгострокових позик;
- \* б) довгострокові капіталовкладення мають фінансуватися за рахунок коштів, мобілізованих на довгостроковий період, тобто довгострокові пасиви мають використовуватися не лише для фінансування основних фондів, а й для довгострокових оборотних активів (наприклад, оборотні засоби, авансовані у стратегічні запаси сировини, недієздатні товари тощо)

Основні засоби	Власний капітал	Основні засоби	Власний капітал
	Довгострокові пасиви	Довгострокові оборотні кошти	Довгострокові пасиви
Оборотні кошти	Короткострокові пасиви	Короткострокові активи	Короткострокові пасиви

\* *Правило вертикальної структури капіталу пов'язане з аналізом складу та структури джерел формування капіталу.*

Прив'язування до активів, тобто до напрямків використання фінансових ресурсів підприємства, у такому разі не здійснюється. Правило вертикальної структури вимагає додержання певного співвідношення між власним і позичковим капіталом підприємства.

\* Аналізуючи вертикальну структуру балансу, обчислюють два основні показники: коефіцієнт фінансової незалежності (“автономії”) та коефіцієнт заборгованості

\* Більшість економістів вважають, що співвідношення власного та позичкового капіталу підприємства має становити 1:1. Тоді загальна сума заборгованості не повинна перевищувати суму власних джерел фінансування, тобто критичне значення  $K_{авт}=0,5$ . Згідно з іншими тлумаченнями правила вертикальної структури капіталу, для промислових підприємств частка власного капіталу має становити не менш як 60%; для торгівлі – 50%. Існують також думки, що відношення власного та позичкового капіталу має становити 2:1.

# Структура капіталу та ефект фінансового левєриджу

$$\text{ЕФЛ} = (1 - T)(\text{ROI} - R_d)(D/E), \text{ де:}$$

- ЕФЛ – ефект фінансового левєриджу, %
- T – ставка податку на прибуток (виражена десятковим дробом);
- ROI – рентабельність інвестованого капіталу, %;
- $R_d$  - вартість позикового капіталу, %;
- D – обсяг позикового капіталу, %;
- E – обсяг власного капіталу, %
- **Ефект фінансового левєриджу** характеризує використання підприємством позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнту рентабельності власного капіталу.

## \* Складові ЕФЛ:

- \* Податковий коректор  $(1-T)$ , який показує якою мірою проявляється ефект фінансового левериджу при різних ставках оподаткування;
- \* Диференціал фінансового левериджу  $(ROI-R_d)$ , який характеризує різницю між коефіцієнтом рентабельності інвестованого капіталу та вартістю позикового капіталу;
- \* Коефіцієнт фінансового левериджу  $(D/E)$ , який характеризує суму позикового капіталу, який викоростовує підприємство, у розрахунку на одиницю власного капіталу.