

# ПРОБЛЕМИ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ВІТЧИЗНЯНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Бойко І.А.

Розглянуті різні теорії структури капіталу. Проаналізована фінансова структура вітчизняних підприємств. Наведені основні проблеми формування оптимальної структури капіталу в сучасних умовах. Розглянуті проблеми залучення різних джерел фінансування діяльності підприємства.

Ключові слова: структура капіталу, позикові джерела фінансування, фінансові інструменти, ринок цінних паперів, ефект фінансового важеля.

The different theories of a structure of the capital are considered. The analysed financial structure of the domestic enterprises. The indicated main problems of shaping of an optimum structure of the capital in modern conditions. The problems of engaging of different sources of financing of activity of the enterprise are considered.

Key word: a structure of the capital, extra sources of financing, financial tools, capital market, effect of a financial cradle.

**Вступ.** Проблема структури капіталу постала перед українськими підприємствами порівняно нещодавно. При цьому основна увага приділялась не джерелам фінансування активів, а окремим видам основних і оборотних активів, що різко знижувало ефективність у прийнятті фінансових рішень.

З переходом економіки України на ринковий варіант розвитку в практичній діяльності підприємств з'являється необхідність обґрунтування оптимальної структури капіталу. Під оптимальною структурою капіталу розуміють таке співвідношення між власним і позиковим капіталом, за якого одночасно забезпечується висока фінансова рентабельність і не втрачається фінансова стійкість підприємства [4].

Підприємство користується позиками, оскільки використання збільшення частки позикового капіталу призводить до збільшення

рентабельності власного капіталу через ефект фінансового важеля. На рівні відносно малої позики можливість банкрутства і фінансового виснаження невелика, і вигода від позикових коштів більше їхньої вартості. Однак, на рівні дуже великої частки позик в структурі капіталу можливість банкрутства і фінансового виснаження зростає і ефект фінансового важеля може виявитись недостатнім для того, щоб компенсувати фінансові витрати, пов'язані із залученням позик.

Крім того, структура капіталу впливає як на результати фінансово-господарської діяльності підприємства, так і на ставлення до неї власників та інвесторів.

*Постановка проблеми.* До 1958 року в теорії структури капіталу підприємства не існувало чітких моделей. Припускалося, що вартість боргу завжди є нижчою за вартість акціонерного капіталу, оскільки борговим інструментам властивий менший ризик, ніж акціям.

Що стосується вартості позикового капіталу, то вважалося, що зі зростанням його частки середньозважена вартість капіталу до певної межі залишалась незмінною, а потім відбувалось її збільшення разом зі збільшенням частки позикового капіталу, що призводило до зниження ринкової вартості компанії. Тобто в структурі капіталу існує оптимум, і менеджери повинні його дотримуватись для максимізації вартості підприємства.

Поштовхом для розвитку теорії структури капіталу стала гіпотеза недоречності капіталу, висунута в 1958 році, авторами якої були Франко Модільяні і Мертон Міллер [7]. Модель структури капіталу фірми за Ф. Модільяні і М. Міллером свідчить про те, що при підвищенні ринкової вартості боргу підприємства, внаслідок дії фінансового важеля на цю ж величину знижується вартість оплаченого акціонерного капіталу. Це твердження іноді називають «принципом пирога».

Іншими словами **Вартість акціонерного капіталу зростає  $\Rightarrow$  Вартість позикового капіталу знижується і навпаки.**

При обґрунтуванні цього підходу Ф. Модільяні і М. Міллер ввели певні обмеження, зокрема:

- передбачається наявність ефективного ринку капіталу;
- компанії емітують тільки два типи зобов'язань: боргові з безризиковою ставкою і акції (ризиковий капітал);
- відсутні податки, витрати, пов'язані з банкрутством.

Незважаючи на привабливість і логічність з позиції математичного обґрунтування залежностей між вартістю компанії і структурою її капіталу, теорія Ф. Модільяні і М. Міллера зазнала серйозної критики з боку опонентів і одночасно виступила поштовхом для розвитку інших теорій структури капіталу.

Найбільш відомими з цих теорій є теорії “статичного компромісу”, “субординації джерел фінансування”, та “асиметричної інформації”.

Розглянемо ці теорії більш конкретно. *Теорія статичного компромісу* отримала достатньо широке розповсюдження в США, її розробниками є С. Росс, Р. Вестерфілд, Б. Джоржан. Суть даної теорії полягає в тому, що менеджери приймають рішення про вибір структури капіталу підприємства як компроміс між податковим захистом по відсотковим платежам і фінансовими витратами. Балансуючи між позитивною вартістю податкового захисту і різноманітними втратами від погіршення фінансового стану, фінансових криз і банкрутства, підприємство здійснює пошук оптимального співвідношення «Борг – Власний капітал».

Чим більша заборгованість підприємства, тим більша ймовірність фінансових потрясінь, оскільки при несплаті боргів у строк втрачається ліквідність і підприємству набагато важче отримати нову позику для покращення свого фінансового стану.

*Теорія субординації джерел фінансування (теорія Г. Дональдсона)*. На початку 60-х років ХХ ст. Гордон Дональдсон розробив ряд положень, якими і досі керуються менеджери підприємств при обґрунтуванні структури капіталу. Основні принципи даної теорії полягають у наступному:

- Підприємства віддають перевагу внутрішнім джерелам фінансування і намагаються не залучати позики чи випускати боргові цінні папери;
- Підприємства встановлюють розмір своїх дивідендних виплат у відповідності зі своїми інвестиційними можливостями, і намагаються уникати неочікуваних змін в дивідендній політиці;
- Якщо потоки грошових коштів перевищують обсяг капітальних вкладень, то підприємства погашають борг або інвестують кошти в легкореалізовані цінні папери;
- Якщо підприємство відчуває потребу у зовнішньому фінансуванні, то спочатку воно звертається до банківського кредитування, потім випуск облігацій і тільки в останню чергу випуск нових акцій.

*Теорія асиметричної інформації* (сигнальна теорія С.Майєра). Ця теорія виникла на базі зіставлення теорія Міллера-Модільяні та Г.Дональдсона. Її суть полягає в тому, що всі учасники прийняття рішень мають однакову інформацію і будь-які зміни в доході підприємства від основної діяльності є випадковими. Управлінський персонал компанії звичайно має інформацію, не доступну іншим зацікавленим особам або доступну через певний час. Подібна асиметричність інформації може істотно впливати на прийняття рішень щодо структури капіталу [5]. В зв'язку з цим, багато компаній віддають перевагу збереженню певного резервного позикового потенціалу, зміст якого полягає у недосягненні критичного рівня фінансового важеля. Передбачається мати структуру джерел, що дає можливість у разі потреби залучати позикові кошти на достатньо вигідних умовах.

Вищеописані методики формування структури капіталу враховують особливості економіки розвинутих країн, і не можуть бути реалізовані в умовах України без відповідної адаптації

**Результати.** Методологія управління структурою капіталу вітчизняних акціонерних товариств значно відрізняється від закордонних зразків, що пояснюється низкою причин об'єктивного та суб'єктивного характеру.

Так, проаналізуємо фінансову структуру джерел фінансування діяльності підприємства виходячи із такої її класифікації [5]:

- власний фінансовий капітал (статутний капітал, додатковий капітал, резервний капітал, спеціальні фонди і фонди цільового фінансування, амортизаційний капітал, доходи майбутніх періодів, резерви майбутніх платежів, нерозподілений прибуток);
- позиковий фінансовий капітал (довгостроковий позиковий капітал – довгострокові кредити банків, довгострокові позикові кошти; короткостроковий позиковий капітал – короткострокові кредити банків, короткострокові позикові кошти);
- залучений фінансовий капітал (кредиторська заборгованість – постачальникам, за векселями, за авансами одержаними, за розрахунками з бюджетом, за розрахунками з позабюджетними фондами, зі страхування, з оплати праці, з учасниками, з дочірніми підприємствами, з іншими кредиторами; інші залучені кошти).

Аналіз фінансової структури підприємств наданий в таблиці 1.

Таблиця 1

Аналіз і динаміка фінансової структури підприємств України  
за 2001-2004 рр.

Фінансова структура	2001 рік		2002 рік		2003 рік		2004 рік	
	млн.грн.	Питома вага	млн.грн.	Питома вага	млн.грн.	Питома вага	млн.грн.	Питома вага
Власний фінансовий капітал	452521	54,75	480108	52,94	513188	50,98	574390	49,08
Позиковий фінансовий капітал	91631	11,09	134224	14,80	169551	16,84	225816	19,30
Залучений фінансовий капітал	282413	34,17	292576	32,26	323829	32,17	370026	31,62
Разом	826565	100,00	906908	100,00	1006568	100,00	1170232	100,00

[Розраховано за даними Держкомстату]

Як видно з таблиці 1 головну роль у фінансуванні діяльності вітчизняних підприємств займають власні кошти, хоча їх частка в структурі капіталу знизилась з 54,75% в 2001 році до 49,08 в 2004 році. Крім власних коштів основними джерелами фінансування діяльності підприємств є залучені кошти (кредиторська заборгованість). Це є наслідком традиційної для вітчизняних підприємств необов'язковості у розрахунках з контрагентами.

В умовах перехідної економіки України залучений капітал став займати провідне місце в структурі джерел фінансування. По-перше, при зростанні потреби в позикових коштах, вартість їх використання залишається достатньо високою. По-друге, фактична пропозиція фінансових ресурсів в нашій країні залишається достатньо низкою. По-третє, оцінка такого джерела, як кредиторська заборгованість, як правило, не розраховується, оскільки воно розглядається як безоплатне. І все це стало наслідком того, що залучений капітал займає вагомий частку в у фінансовій структурі джерел фінансування підприємства. Однак, слід зазначити, що останніми роками, незважаючи на зростання кредиторської заборгованості, її частка в загальній структурі джерел фінансування скорочується з 34,17 % в 2001 році до 31,62% у 2004 році.

Звичайно така ситуація може завдати шкоди підприємству. Адже з одного боку у підприємства виникає додаткове джерело фінансування, крім того безоплатне, а з другого – надмірне збільшення кредиторської заборгованості небезпечно через ризик можливого банкрутства. І не випадково більшість підприємств, особливо великих, віддають перевагу користуванню схемами надання (одержання) знижок при своєчасній оплаті. Цим пояснюється широке використання подібних схем у світовій практиці.

Слід відзначити позитивну тенденцію до зростання частки позикового капіталу як короткострокового, так і довгострокового. Так, частка позикового капіталу у 2001 році становила 11,09%, у 2002 – 14,8%, у 2003 – 16,84, у 2004 - 19,3%.

Розглянемо, наступне за питомою вагою в структурі капіталу джерело фінансування діяльності підприємства – банківські кредити, які дуже поширені у розвинутих країнах, а у вітчизняних реаліях досить недоступні для наших підприємств. Так процедура отримання кредиту в банку досить тривала, і в багатьох випадках потребує наявності застави, яка за вартістю перевищує вартість кредиту з відсотками. Крім того, відсоткові ставки по банківським кредитам коливаються в межах 17-25% річних в залежності від суми, терміну кредиту та особи позичальника. І для того, щоб залучення позикових коштів не

було для підприємства збитковим, а ще й збільшувало рентабельність власного капіталу через ефект фінансового важеля, необхідно, щоб рентабельність активів підприємства була більше відсоткової ставки по кредитах. Тоді диференціал фінансового важеля буде позитивним, відповідно ефект фінансового важеля також і це буде збільшувати рентабельність власного капіталу.

Прослідкувати динаміку наданих кредитів банками України можна в таблиці 3.

Таблиця 3

Аналіз і динаміка наданих кредитів підприємствам України  
за 2001-2004 рр.

Показники	2001		2002		2003		2004	
	млн.грн.	темп росту, %	млн.грн.	темп росту, %	млн.грн.	темп росту, %	млн.грн.	темп росту, %
Вимоги банків за наданими кредитами	27792	-	41199	48,24	67835	64,65	88579	30,58
в т.ч. короткострокові	21767	-	29538	35,7	37282	26,22	40575	8,83
довгострокові	6025	-	11661	93,54	30553	162,01	48003	57,11
Процентна ставка банків за кредитами у національній валюті, %	31,9	-	24,8	-7,1	17,9	-6,9	17,3	-0,6

Банківські кредити є одним із найпоширеніших способів залучення довготермінових позичкових ресурсів у розвинутих країнах [1]. В українській економіці довгий час спостерігалось зовсім протилежне. Кредитні установи віддавали перевагу стратегії задоволення короткотермінових потреб позичальників у кредитних ресурсах. Але 2004 рік став переломним – вперше в цьому році питома вага наданих довгострокових кредитів перевищила питому вагу короткострокових кредитів

Як видно з таблиці 2 темп росту довгострокових кредитів значно вищий на темп росту короткострокових кредитів. Так у 2002 темп росту короткострокових кредитів – 35,7%, довгострокових – 93,54%, в 2004 році –

8,83% проти 57,11%. Цим можна пояснити тенденцію збільшення позикового капіталу в фінансовій структурі джерел фінансування.

Розглянемо інший вид позикового джерела фінансування – облігаційні позики. Незважаючи на етап бурхливого розвитку, який переживає вітчизняний ринок корпоративних облігацій, це фінансовий інструмент для більшості українських підприємств залишається недоступним: його емітентами залишаються великі відомі підприємства (Рис.1).

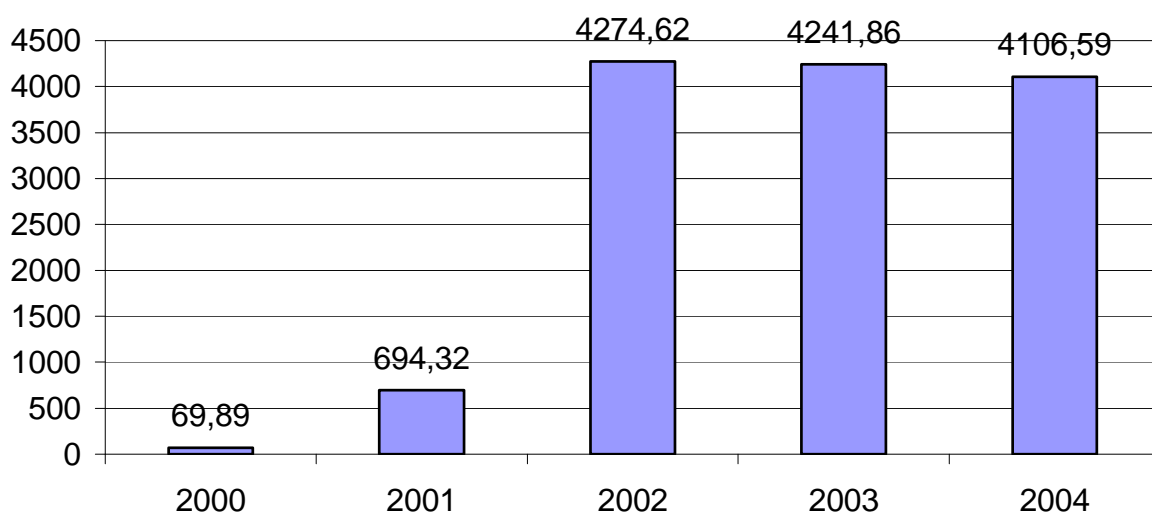


Рис. 1 Динаміка обсягів випуску облігацій, млн. грн.

Майже не використовується такий спосіб фінансування як випуск привілейованих акцій або конвертованих облігацій. Для всебічного задоволення інтересів інвесторів закордонні корпорації емітують гібридні фінансові інструменти – цінні папери, які мають якості кількох видів. Однак для України навіть випуск цінних паперів із класичними характеристиками недоступний для більшості вітчизняних підприємств.

Що ж стосується залучення додаткових коштів шляхом емісії акцій, то цей крок може негативно сприйматись акціонерами. Так як існують непоодинокі випадки, коли додаткова емісія акцій використовувалась як ефективний спосіб “відсіву” небажаних власників. Використовуючи маніпулювання інформацією, встановлюючи нереальні для цілих груп акціонерів умови випуску та придбання акцій, менеджери концентрують

додаткову емісію акцій у себе або у підконтрольних осіб, “розмиваючи” частки інших співвласників.

**Висновки.** Важливим чинником в управлінні структурою капіталу є ліквідність цінних паперів: саме цей фактор дозволяє корпораціям швидко реагувати на зміну умов фінансового ринку, змінювати структуру капіталу через купівлю-продаж власних цінних паперів на первинному та вторинному ринках. На сьогоднішній день можна констатувати слабкість ринку цінних паперів України як первинного і тим більше вторинного. Лише з розвитком вітчизняного ринку цінних паперів, залучення підприємствами кредитних ресурсів поліпшить не лише ступінь надходження їх до підприємств, а й дасть змогу створити конкуренцію банківському кредитуванню, що може призвести до зниження відсоткових ставок за кредитами, збільшення частки довгострокових кредитів, поліпшення умов кредитування.

Крім того велику частку в структурі капіталу підприємства займає кредиторська заборгованість. І лише шляхом введення нових форм розрахунків, підвищення правової культури і договірної дисципліни ситуація буде поліпшуватись.

Тому без становлення ефективного організованого кредитного ринку передчасно говорити про ефективність управління структурою капіталу.

#### ***Література.***

1. Бодаковський В.Ю. Проблеми залучення кредитних ресурсів вітчизняними підприємствами //Фінанси підприємств №1 – 2005.
2. Грачев А.В. Рост собственного капитала, финансовый рычаг и платежеспособность предприятия //Финансовый менеджмент №2 – 2002.
3. Калошина М.Н. Хачатурова-Тавризян В.М. Процедура выбора оптимального источника финансирования //Финансовый менеджмент №4 – 2001.
4. Коваленко Л.О. Ремньова Л.М. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник. – К.: Знання, 2005. – 485с.

5. Крамаренко Г.О. Чорна О.Є. Фінансовий менеджмент: Підручник. – К.:ЦУЛ, 2006. – 520 с.
6. Стеценко Б. Управління структурою капіталу акціонерних товариств: концептуальні засади. //Цінні папери України № 35 (273) – 2003.