

УДК 658.14

Диспропорції в управлінні капіталом підприємств корпоративного сектору України

Мельник К.В.

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

Вдовиченко А.В.

магістрант
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

Малицька Н.Ю.

магістрант
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

Стаття присвячена дослідженню структури капіталу корпоративного сектору України та визначенню можливостей її оптимізації з урахуванням специфіки функціонування вітчизняних компаній. Авторами досліджено підхід до оптимізації структури капіталу підприємств за критерієм мінімізації його вартості. В результаті проведеного дослідження авторами визначено основні чинники, що впливають на вартість капіталу українських підприємств, а також призводять до виникнення диспропорцій у його структурі. Запропоновано основні заходи, спрямовані на усунення виявлених диспропорцій та оптимізацію структури капіталу вітчизняних компаній.

Ключові слова: структура капіталу підприємства, середньозважена вартість капіталу, оптимізація структури капіталу підприємства.

Мельник Е.В., Вдовиченко А.В., Малицкая Н.Ю. ДИСПРОПОРЦИИ В УПРАВЛЕНИИ КАПИТАЛОМ ПРЕДПРИЯТИЙ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА УКРАИНЫ

Статья посвящена исследованию структуры капитала корпоративного сектора Украины и определению возможностей ее оптимизации с учетом специфики функционирования отечественных компаний. Авторами исследован подход к оптимизации структуры капитала предприятий по критерию минимизации его стоимости. В результате проведенного исследования авторами определены основные факторы, которые влияют на стоимость капитала украинских предприятий, а также приводят к появлению диспропорций в его структуре. Предложены основные мероприятия, направленные на устранение выявленных диспропорций и оптимизацию структуры капитала отечественных компаний.

Ключевые слова: структура капитала предприятия, средневзвешенная структура капитала, оптимизация структуры капитала предприятия.

Mel'nyk K.V., Vdovychenko A.V., Malys'ka N.Y. DISPROPORTIONS IN THE CAPITAL MANAGEMENT OF ENTERPRISES OF THE UKRAINIAN CORPORATE SECTOR

The article is devoted to exploring of the Ukrainian corporate sector's capital structure and to the identifying the possibilities for its optimization taking into account the peculiarities of domestic companies' functioning. The authors studied the approach to optimization of the company's capital structure by the criterion of minimizing its value. As a result of the study, the authors identified the main factors those affect the value, and lead to disproportions in the capital structure of Ukrainian enterprises. The authors also proposed the main measures aimed at eliminating the revealed disproportions and optimizing the capital structure of domestic companies.

Keywords: company's capital structure, weighted average cost of capital, optimization of the company's capital structure.

Постановка проблеми у загальному вигляді. У сучасних умовах ведення бізнесу капітал підприємства відіграє надзвичайно важливу роль, оскільки його обсяг, структура та вартість залучення мають істотний вплив на результати діяльності господарюючих

суб'єктів. Процес формування та ефективного управління різними джерелами фінансування набуває провідного значення для досягнення стратегічних цілей підприємств, забезпечення їх фінансової стійкості та платоспроможності.

Зауважимо, що розвиток фінансів підприємств корпоративного сектору України відбувається за специфічним сценарієм, що характеризується наявністю низки особливостей його функціонування та значним впливом інституційних чинників на результати діяльності вітчизняних підприємств. Перманентні кризові явища, слабкий розвиток фінансового ринку України, висока вартість й обмежений доступ до фінансових ресурсів зумовили появу певних диспропорцій у структурі капіталу підприємств корпоративного сектору національної економіки. У зв'язку з цим визначення оптимальної структури капіталу підприємства як одного з найважливіших показників ефективності фінансового менеджменту набуває особливої актуальності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Проблематика визначення оптимальної структури капіталу підіймалася в працях як вітчизняних, такі зарубіжних вчених. Зокрема, серед українських дослідників слід виділити І.О. Бланка, О.Н. Волкову, Т.В. Головку, А.М. Поддєрьогіна, В.О. Подольську, Г.В. Савицьку, О.О. Терещенку, Г.О. Швиданенку, І.Й. Яремко. Серед науковців інших країн питаннями вартості капіталу та оптимізації його структури займалися такі вчені, як, зокрема, І.Т. Балабанова, Ю. Бріггем, Дж. Ван Хорн, А. Гропеллі, М. Ерхардт, М. Міллер, Е. Нікбахт, Р.Г. Попова, О.С. Стоянова, А.Д. Шеремет.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Питання визначення оптимального співвідношення власного та позикового капіталу залишається дискусійним у фінансовій літературі. Так, на думку вітчизняних учених, оптимальним є співвідношення 50:50%, за якого досягається найменша середньозважена вартість капіталу або найменша його гранична вартість у разі додаткового залучення коштів. Зарубіжні науковці оптимальним називають таке співвідношення, як 60:40%, тобто 60% власного капіталу та 40% позикового капіталу, за якого забезпечується високий рівень фінансової стійкості та рентабельності капіталу [1, с. 325]. Однак у більшості підприємств корпоративного сектору України переважають боргові джерела фінансування, що вкрай негативно впливає на їхню фінансову стійкість, створює загрозу втрати платоспроможності та загрозу можливості подальшого банкрутства.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є виявлення основних чинників системних диспропорцій у структурі капіталу підприємств корпоратив-

ного сектору України та надання практичних рекомендацій щодо мінімізації їх впливу на результати діяльності вітчизняних компаній.

Виклад основного матеріалу дослідження. Існування системних диспропорцій у структурі капіталу українських підприємств визначається низькою часткою власного капіталу у загальному обсязі джерел їх фінансування. При цьому спостерігається постійна тенденція до її зниження за 2012–2016 рр. (рис. 1).

При цьому у структурі капіталу більшості вітчизняних промислових підприємств переважна частка належала поточним зобов'язанням та забезпеченням (рис. 2).

Враховуючи це, вважаємо за доцільне більш детально розглянути динаміку структури поточних зобов'язань підприємств промисловості України (рис. 3).

Як видно з рис. 3, у структурі поточних зобов'язань та забезпечень за 2012–2016 рр. переважна частка належала кредиторській заборгованості, однак водночас спостерігалася тенденція її зменшення. Частка інших поточних зобов'язань та забезпечень, навпаки, зростала (на кінець 2012 р. вона становила лише 3,83%, а на кінець 2016 р. – 25,07%), а частка короткострокових кредитів банків знаходилася на низькому рівні, а саме в межах 11–14%.

Враховуючи вищезазначене, вважаємо за необхідне дослідити вплив зростання обсягів короткострокового фінансування підприємств на основні показники їх фінансової стійкості, адже зазвичай ризикована структура капіталу підприємства призводить до нестачі робочого капіталу та погіршення основних показників його фінансової стійкості.

Дослідження динаміки робочого капіталу українських підприємств показало, що з 2014 р. відбулось стрімке його скорочення до від'ємного значення до 15 636 млн. грн. При цьому і в 2014–2016 рр. спостерігалась негативна тенденція подальшого збільшення від'ємної величини робочого капіталу українських підприємств (рис. 4).

Деформація структури пасивів українських підприємств також суттєво вплинула на показники їх фінансової стійкості, динаміка яких представлена в табл. 1.

Як видно з табл. 1, відносні показники фінансової стійкості промислових підприємств України у 2012–2016 рр. знаходились поза рекомендованими межами, до того ж вони мали негативну динаміку зміни своїх значень. Виявлена тенденція свідчить про

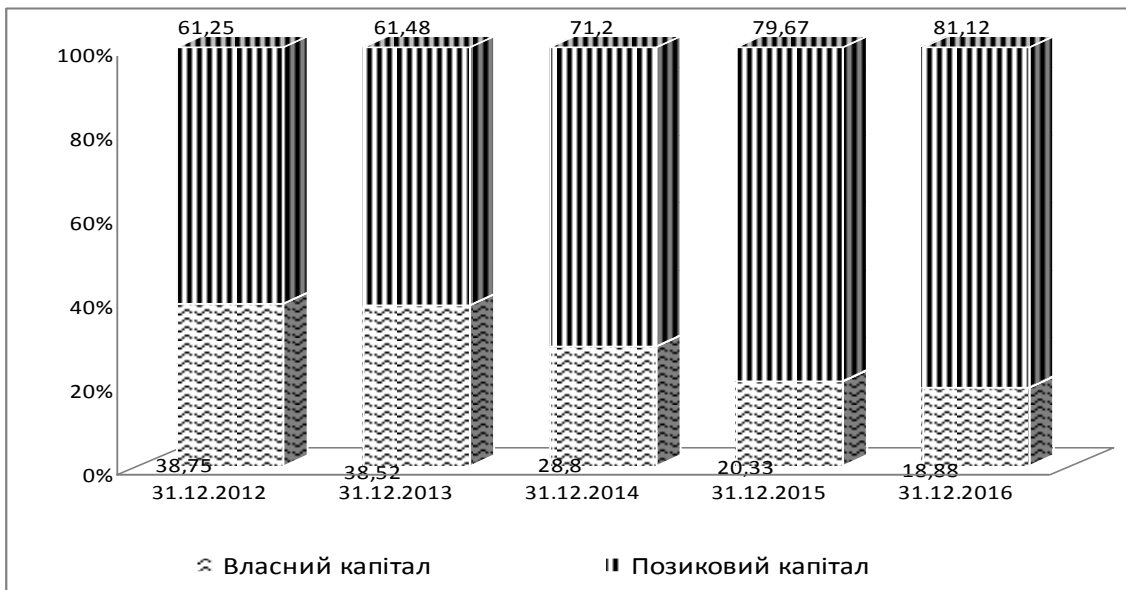


Рис. 1. Динаміка структури капіталу промислових підприємств України у 2012–2016 рр.

Джерело: розраховано авторами на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2012–2016 рр. [2]

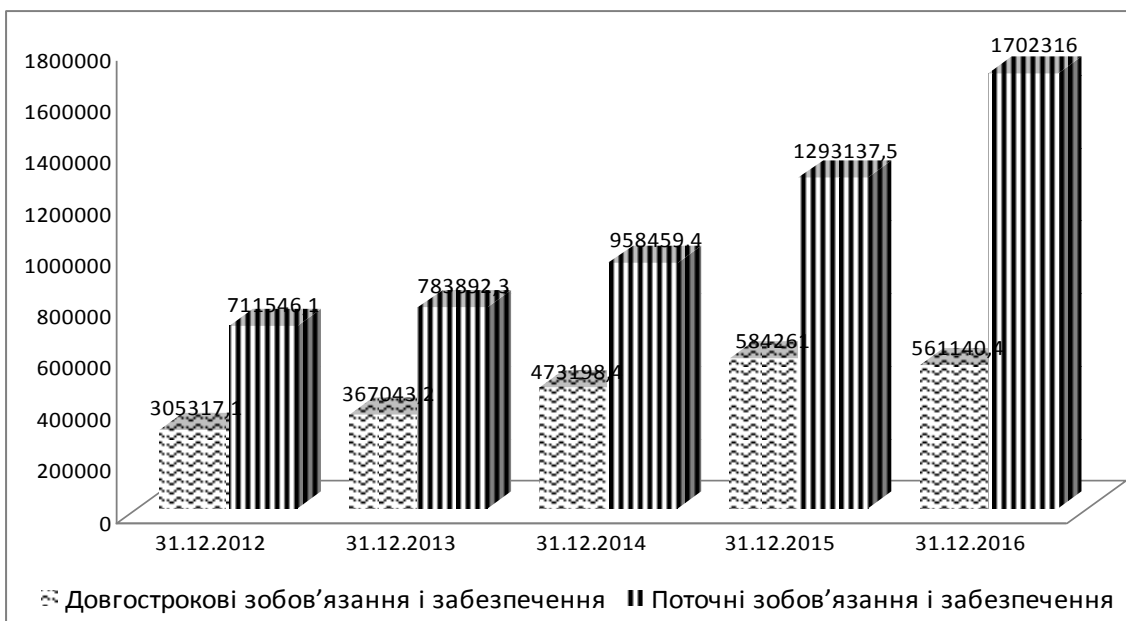


Рис. 2. Динаміка співвідношення короткострокового і довгострокового позикового капіталу промислових підприємств України за 2012–2016 рр., млн. грн.

Джерело: розраховано авторами на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2012–2016 рр. [2]

підвищення залежності українських підприємств від зовнішніх кредиторів та суттєве погіршення їх фінансової стійкості.

З метою проведення порівняльного аналізу структури капіталу українських підприємств та зарубіжних компаній вважаємо за доцільне розглянути це питання на прикладі інших країн (табл. 2).

Виходячи з даних табл. 2, можна стверджувати, що боргова залежність корпоративного сектору України значно перевищує «нормальний» для країн з емерджентними економіками рівень майже в чотири рази. Якщо порівнювати із показниками структури капіталу західноєвропейських підприємств, діяльність яких характеризується значно вищим, ніж в США



Рис. 3. Динаміка структури поточних зобов'язань та забезпечень промислових підприємств України за 2012–2016 рр., %

Джерело: розраховано авторами на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2012–2016 рр. [2]

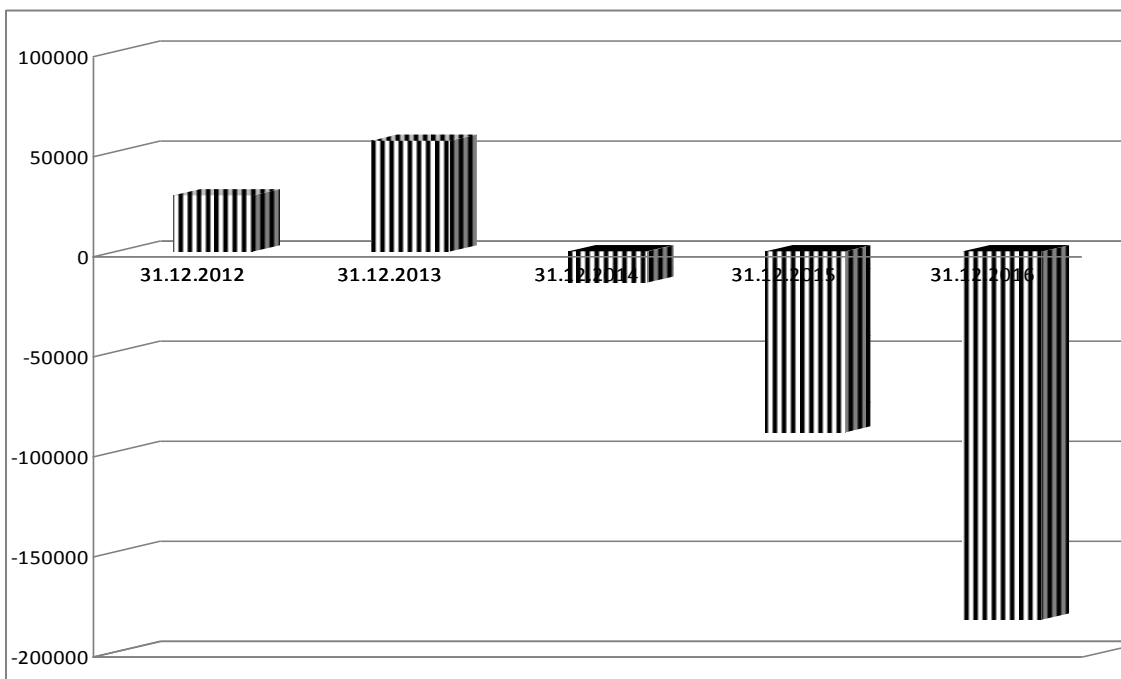


Рис. 4. Динаміка величини робочого капіталу підприємств корпоративного сектору України за 2012–2016 рр., млн. грн.

Джерело: розраховано авторами на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2012–2016 рр. [2]

та емерджентних країнах, ступенем ризику, то можна побачити, що фінансова стійкість українських компаній все одно є суттєво нижчою. Водночас фінансова стійкість компаній

США, Західної Європи та емерджентних ринків у 2013–2016 рр. характеризувалась позитивною динамікою зниження ризикованості їх діяльності.

Таблиця 1

**Динаміка показників фінансової стійкості промислових підприємств України
у 2012–2016 рр. (на кінець року, відносні частки)**

Показники	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.	Рекомендоване значення показника
Коефіцієнт фінансової незалежності	0,387	0,385	0,288	0,203	0,189	≥0,5
Коефіцієнт фінансового левериджу	1,581	1,596	2,472	3,919	4,296	≤1
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	0,613	0,615	0,712	0,797	0,811	≤0,5
Коефіцієнт фінансової залежності	2,581	2,596	3,472	4,919	5,296	<2
Коефіцієнт фінансової стійкості	0,561	0,581	0,523	0,451	0,39	0,7-0,8

Джерело: розраховано авторами на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008–2017 рр. [2]

Таблиця 2

Основні показники структури капіталу корпоративного сектору США, Західної Європи та емерджентних країн (на кінець року, %)

Країна	Показник	Роки			
		2013	2014	2015	2016
США	Коефіцієнт фінансової незалежності	36,54	38,43	37,37	36,79
	Коефіцієнт фінансового левериджу	74,28	66,14	71,49	67,9
Західна Європа	Коефіцієнт фінансової незалежності	45,08	44,57	46,54	67,11
	Коефіцієнт фінансового левериджу	121,81	124,36	114,89	115,5
Емерджентні ринки	Коефіцієнт фінансової незалежності	63,09	65,12	64,35	69,43
	Коефіцієнт фінансового левериджу	58,51	53,56	55,39	62,14

Джерело: розраховано авторами на основі даних [3]

Проведений вище аналіз підтверджує результати досліджень українського вченого В.В. Зимовця про те, що високий рівень боргової залежності підприємств корпоративного сектору України є проявом «квазіринковості» її фінансової системи та нездатності останньої до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності [4].

Слід підкреслити, що нині немає єдиного універсального методу оптимізації структури капіталу, застосовуючи який, підприємство визначило б оптимальне співвідношення між власним і позиковим капіталом.

Фахівці з фінансового менеджменту виділяють три методи оптимізації структури капіталу, такі як:

- оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації її вартості;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків [4, с. 173].

На нашу думку, в умовах сучасних українських реалій пріоритетним підходом до визначення та обґрунтування оптимальної структури капіталу підприємств корпоративного сектору є критерій мінімізації його вартості. Сутність цього методу полягає в оцінці вартості власних і позикових джерел фінансування підприємства за різних умов їх залучення та здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.

Отже, далі проведемо ретроспективну оцінку середньозваженої вартості капіталу підприємств промисловості України за аналізований період та визначимо основні чинники, що впливають на її рівень.

Методика визначення середньозваженої вартості капіталу з урахуванням податкового щита є загальновідомою. Вартість власного капіталу підприємств корпоративного сектору України також пропонуємо визначати на основі загальновідомої моделі оцінки капітальних активів (CAPM):

$$CAPM = rf + (RM - rf) \times \beta L = rf + MRP \times \beta L, (1)$$

де rf – безризикова ставка дохідності (Risk-Free Rate);

RM – середня дохідність на ринку капіталів;

MRP – середня премія за ризик на ринку капіталів;

β_L – фактор, що характеризує систематичний ризик вкладень в аналізоване підприємство.

При цьому бета-коефіцієнт, який використовується під час оцінювання вартості власного капіталу підприємства, пропонуємо визначати за такою формулою [6]:

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - T) \times D / E), \quad (2)$$

де β_U – секторальний бета-коефіцієнт;

T – ставка податку на прибуток;

D – величина позикового капіталу підприємства;

E – величина власного капіталу підприємства.

Розрахунок секторального бета-коефіцієнта для вітчизняних промислових підприємств (β_L) за 2012–2016 рр. представлений у табл. 3.

Розрахунок вартості власного капіталу представимо в табл. 4.

Зауважимо, що як безризикову ставку дохідності під час розрахунку вартості власного капіталу використаємо облікову ставку НБУ [7].

Як бачимо з табл. 4, вартість власного капіталу підприємств промисловості України у 2013–2015 рр. зазнала стрімкого зростання, а також залишалась надзвичайно високою і в 2016 р.

На нашу думку, основними причинами такого підвищення вимог до необхідного рівня прибутковості капіталу, вкладеного в українські підприємства, є:

– нова хвиля економічної кризи в Україні, яка супроводжувалась девальвацією гривні, значними темпами інфляції та падінням реального ВВП;

– розгортання військового конфлікту на Сході країни;

– політична нестабільність, що виявляється у частих змінах політичної влади в Україні та відсутності виваженої державної політики, спрямованої на економічне зростання та розвиток.

Для визначення вартості позикового капіталу слід зазначити, що ціна його залучення залежить від виду та строку користування (короткостроковий і довгостроковий) борговими джерелами фінансування.

Варто зазначити, що визначення вартості таких складових позикового капіталу, як банківські кредити, облігаційні позики та фінансовий лізинг, не викликає труднощів. При цьому дискусійним питанням залишається визначення вартості кредиторської заборгованості підпри-

Таблиця 3

Розрахунок бета-коефіцієнта промислових підприємств за 2012–2016 рр.

Показник	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.
Систематичний ризик вкладень в аналізоване підприємство (β_L)	1,66	1,56	2,058	3,23	3,48
Секторальний бета-коефіцієнт (β_U)	0,74	0,68	0,68	0,766	0,77
Ставка податку на прибуток підприємств	0,21	0,19	0,18	0,18	0,18
Обсяг позикового капіталу, млн. грн. (D)	1 075 456,5	1 151 080,6	1 431 698,4	1 877 419,7	2 263 487,6
Обсяг власного капіталу, млн. грн. (E)	680 359,3	721 155,3	579 218,9	479 066,6	526 911,9

Джерело: розраховано авторами на основі даних [3]

Таблиця 4

Розрахунок бета-коефіцієнта промислових підприємств за 2012–2016 рр., %

Показник	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.
Безризикова ставка дохідності (rf)	7,5	6,5	14	22	14
Середня премія за ризик на українському ринку капіталу (MRP)	14,8	16,25	20,75	21,94	19,9
Вартість власного капіталу	32,13	31,84	56,71	92,81	83,3

Джерело: розраховано авторами на основі даних [3]

ємства та інших джерел боргового фінансування, на які не нараховуються відсотки.

Щодо визначення ціни залучення таких видів боргового фінансування, то у фінансовій літературі існує кілька підходів, таких як:

1) врахування вказаних позицій на рівні з іншими фінансовими зобов'язаннями із застосуванням при цьому нульової ставки залучення цієї частини капіталу;

2) відсутність врахування під час розрахунків вартості позикового капіталу складових позикового капіталу, на які не нараховуються відсотки за їх користування, якщо частка такого капіталу не перевищує 10% загальної суми капіталу;

3) непрямий метод розрахунку ціни залучення позикового капіталу, який полягає в тому, що в основу вартості таких видів позикового капіталу покладено середню ставку відсотка за короткостроковими кредитами, якими підприємство користується на момент розрахунку витрат на капітал, а також коригується на надбавку за додаткові ризики, пов'язані з комерційним кредитуванням; при цьому, надбавка зазвичай складає 20 відсотків.

На практиці вартість кредиторської заборгованості включає в себе такі витрати:

- втрачені знижки за отримання відстрочки платежу за товари або послуги;
- сплата неустойки (пені, штрафів) за порушення строків оплати;
- інші різні процентні платежі, дизажіо, збори тощо.

Враховуючи зазначене, найбільш прийнятним підходом до визначення вартості позикових джерел, на які безпосередньо не нараховуються відсотки, вважаємо третій варіант.

Для визначення вартості позикового капіталу українських підприємств пропонуємо використати середньорічні ставки за короткостроковими та довгостроковими кредитами за відповідні роки.

Таким чином, представимо результати визначення середньозваженої вартості капіталу українських підприємств за 2012–2016 рр. (табл. 5).

Виходячи з табл. 5, можемо сказати, що найбільш оптимальна структура капіталу підприємств промисловості України за критерієм мінімізації його вартості спостерігалась у 2013 р. за співвідношення власних і позикових коштів 38,5:61,5% відповідно. При цьому середньозважена вартість капіталу у 2013 р. становила 18,94%. В подальшому спостерігалось підвищення середньозваженої вартості капіталу українських підприємств за одночасного скорочення частки власних джерел фінансування.

Таким чином, структура капіталу українських підприємств характеризується постійним скороченням частки власних джерел фінансування у 2012–2016 рр. При цьому вартість власного капіталу підприємств корпоративного сектору є надзвичайно високою і стрімко зростала у 2012–2015 рр. У 2016 р. вартість власного капіталу вітчизняних підприємств дещо знизилась, проте залишалась на дуже високому рівні – 83,29%.

Вартість позикового капіталу є значно нижчою, однак через обмеженість його пропозиції частка кредитів у структурі джерел фінансування українських підприємств протягом досліджуваного періоду залишалась досить низькою. Водночас спостерігалась тенденція

Таблиця 5

Результати визначення середньозваженої вартості капіталу промислових підприємств України у 2012–2016 рр.

Показник	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.	2016 р.
Вартість власного капіталу, %	32,13	31,84	56,71	92,81	83,3
Частка власного капіталу, відн. частки	0,387	0,385	0,288	0,203	0,189
Вартість короткострокових кредитів, %	13,9	12,3	13,6	16,5	14,6
Частка короткострокових кредитів, відн. частки	0,045	0,053	0,068	0,071	0,083
Вартість інших видів короткострокового позикового капіталу, %	16,68	14,76	16,32	19,8	17,52
Частка інших видів короткострокового позикового капіталу, відн. частки	0,36	0,365	0,409	0,478	0,526
Вартість довгострокового позикового капіталу, %	12	11,2	12,4	12,7	11
Частка довгострокового капіталу, відн. частки	0,174	0,196	0,235	0,248	0,201
Середньозважена вартість капіталу, %	19,34	18,94	24,95	30,17	26,11

Джерело: розраховано авторами на основі [2; 7]

до зростання значної частки інших джерел короткострокового боргового фінансування підприємств промисловості України.

Висновки з цього дослідження. Отже, підсумовуючи результати дослідження, можна стверджувати, що структура та вартість капіталу підприємств корпоративного сектору України формуються під впливом таких чинників:

- висока вартість та низька частка власних джерел фінансування діяльності суб'єктів господарювання;

- обмежена пропозиція кредитних ресурсів на українському ринку капіталу;

- збільшення обсягів короткострокового фінансування підприємств за рахунок кредиторської заборгованості;

- ризикована структура капіталу підприємств та їх суттєва залежність від кредиторів.

Як напрями подальших досліджень рекомендовано визначити комплекс основних заходів загальнодержавного характеру, які б дали змогу зменшити диспропорції у структурі капіталу українських підприємств.

1) Розвиток фондового ринку України через вдосконалення його нормативно-правової регламентації. Це дасть змогу розширити доступ до відповідних джерел фінансування

(акцій, облігацій тощо) та забезпечить прозорість функціонування вітчизняного фондового ринку.

2) Коригування ставок податків для підприємств шляхом їх диференціювання (наприклад, залежно від виду діяльності підприємства, рівня його інноваційної активності).

3) Розробка заходів щодо зниження вартості боргового фінансування через надання пільгових кредитів для здійснення підприємствами інноваційних інвестицій особливо в пріоритетних і стратегічних сферах розвитку національної економіки.

4) Встановлення більш жорстких критеріїв реєстрації фінансових посередників на ринку України з метою підвищення прозорості їх взаємодії з господарюючими суб'єктами.

5) Спрощення процедури залучення капіталу через емісію корпоративних прав, популяризація інституту андеррайтерів, що стимулюватиме зростання частки власних джерел фінансування українських компаній.

6) Стабілізація курсу і зміцнення національної валюти, що дадуть змогу мінімізувати негативний вплив валютних коливань на результати діяльності підприємств та забезпечать їх фінансову стабільність у довгостроковому періоді.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Патута О.С. Вплив структури капіталу на фінансову стійкість підприємства / О.С. Патута, К.Є. Пришко // Економіка та суспільство. – 2016. – № 2. – С. 323–327.
2. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
3. Damodaran on-line: Home Page [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>.
4. Зимовець В.В. Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні: інституційний / В.В. Зимовець // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку : зб. матеріалів I Всеукр. наук.-практ. конференції. – 2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.
5. Ткачик Л.П. Методи оптимізації структури позикового капіталу підприємства / Л.П. Ткачик, В.В. Пфайфер // Молодий вчений. – 2015. – № 12 (2). – С. 173–176.
6. Damodaran A. Applied Corporate Finance / A. Damodaran. – 4th ed. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf>.
7. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.bank.gov.ua>.