

ПРОБЛЕМА ФОРМУВАННЯ ЕФЕКТИВНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ТА ВИБОРУ ФОРМ КРЕДИТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Пантелєєв В.П., к.е.н., доцент, Микова М.С., аспірант
Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

Авторами розглянуто генезис економічної думки щодо формування ефективної структури капіталу та основні напрямки вивчення даного питання, яке є в однаковій мірі практично значимим для кредитора та позичальника, в умовах трансформації ринкових відносин; проблеми тестування та практичного застосування теорій структур капіталу, проблеми вибору форм кредитування інвестиційних проектів з метою забезпечення фінансової стабільності та автономності підприємств реального сектору економіки.

Ключові слова: традиційна, ринковоорієнтована та компромісна теорії структури капіталу, фінансовий важіль, асиметрична інформація, сигнальна модель, теорія послідовності дій.

Постановка проблеми у загальному вигляді. В рамках дослідження проблем інвестиційного кредитування у працях значної кількості вчених-економістів все частіше постає питання щодо допустимої долі запозичень в структурі капіталу підприємства, вибору форм кредитування інвестиційних проектів та їх впливу на діяльність компанії та її оцінку. Відповідь на ці питання є одним з найактуальніших та найпроблемніших економічних завдань, втілення якого сприятиме фінансовій стабільності та автономності підприємств реального сектору економіки.

Наслідками неоптимальних управлінських рішень в сфері запозичення можуть бути: фінансові труднощі, зростання собівартості продукції та падіння її якості, формування проблемного контрактного портфелю тощо. Кредитори зі зростанням загальної заборгованості позичальника, вимушені враховувати фінансовий ризик та ризик визнання боржника банкрутом. Отже, теорії оптимізації структури капіталу мають достатньо широку сферу практичного застосування та є важливими в однаковій мірі для кредитора та позичальника.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема формування ефективної структури капіталу розглянута в працях вітчизняних вчених-економістів: І.О. Бланка, В.П. Москаленко, О.Н. Коробова, В.О. Мертенса, С.В. Науменкової, Н.О. Олексюка та інших. Однак дане питання розглянуто не повною мірою та носить, як правило, постановочний або супутній характер.

Основним завданням, що вирішується у статті є визначення допустимої долі запозичень в структурі капіталу підприємства та вибору форм кредитування інвестиційних проектів.

Виклад основного матеріалу.

Під структурою капіталу в сучасній економічній теорії розуміють співвідношення власних та залучених коштів, які використовуються суб'єктом господарювання в процесі своєї діяльності. С. Рос, Р. Вестерфілд та Б. Джордан визначають структуру капіталу як «відношення заборгованості до акціонерного капіталу», Б.Грем и Д. Л. Додд - як «відношення між акціонерною власністю та власним капіталом юридичної особи» [1]. І.А.Бланк визначає структуру капіталу як «відношення всіх форм власних та залучених фінансових коштів, що використовуються підприємством в процесі господарської діяльності для фінансування активів» [2].

В світовій економічній думці можна виділити два напрями щодо впливу структури капіталу на вартість підприємства (див. рис. 1).

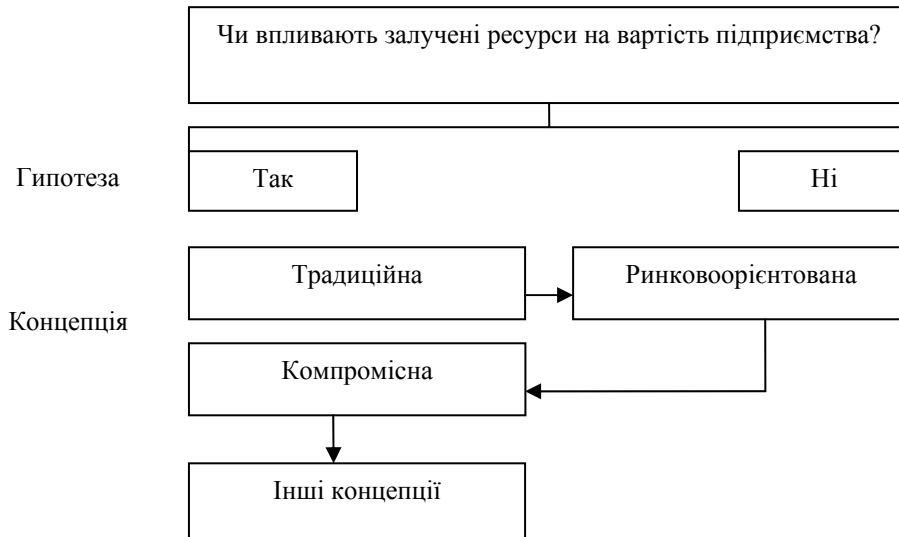


Рис. 1. Генезис економічної думки щодо оптимальної структури капіталу*

* Побудовано автором самостійно

Традиційна концепція структури капіталу ґрунтується на гіпотезі щодо можливості оптимізації структури капіталу шляхом урахування різної вартості окремих його складових. Теоретичною базою цієї концепції є твердження, що вартість власного капіталу підприємства завжди вище, ніж вартість позичкового капіталу. За рахунок підвищення питомої ваги позичкового капіталу знижується показник середньозваженої вартості капіталу підприємства і відповідно підвищується його ринкова вартість.

Авторами теорії було доведено, що залучені ресурси впливають на вартість підприємства, але конкретну пропорцію складових структури капіталу знайдено не було, що унеможливило її практичне використання.

Ринковоорієнтована концепція базується на теорії Модільяні – Міллера, за якою вартість підприємства визначається лише його майбутнім прибутком, тобто, не залежить від структури капіталу. В основу теореми іррелевантності Міллера та Модільяні покладено три тези [3]:

1. Ринкова вартість підприємства за заданого рівня ризику не залежить від структури його капіталу; вона визначається лише капіталізованою вартістю його потенційних доходів. Тому середньозважена вартість капіталу не залежить від структури капіталу, тобто від рівня заборгованості. Оптимальної структури капіталу не існує взагалі;

2. Вартість залучення власного капіталу є лінійною функцією до рівня заборгованості підприємства. Тому рентабельність власного капіталу дорівнює ринковій доходності корпоративних прав підприємств, які фінансуються за рахунок власного капіталу та належать до аналогічного класу операційного та фінансового ризику;

3. Рішення щодо фінансування та інвестицій на підприємстві можуть прийматися автономно.

На основі твердження про сепаратність (автономність) прийняття рішень в умовах невизначеності Ф. Модільяні та М. Міллер висунули тезу про «іррелевантності дивідендної політики», яка обґрунтовується можливістю інвесторів оптимізувати свої доходи і ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж об'єкта.

Вплив наявного податкового механізму був врахований лише в більш пізніх працях Модільяні-Міллера, де стверджувалося, що підприємство, яке користується запозиченими коштами має більш високу ринкову вартість, оскільки сплата процентів за користування грошовими коштами відноситься до видатків, що дають право на податкові пільги.

Розвиток теорії Модільяні-Міллера з врахуванням фактору оподаткування і витрат, пов'язаних з банкрутством призвело до появи так званої компромісної теорії [5].

Компромісна теорія капіталу (Trade-off-Theory) зводиться до того, що оптимальна структура капіталу знаходиться як компроміс між податковими перевагами, наданими позичковим капіталом, і витратами, пов'язаними з банкрутством. Дана теорія унеможливорює розрахунок найефективнішого поєднання власного та залученого капіталу. Вона лише формує загальні рекомендації щодо прийняття рішень.

Згідно компромісної теорії компанії, що мають не грошові матеріальні активи та значний обсяг оподаткованого прибутку повинні планувати високий коефіцієнт боргового навантаження. Компанії, що мають ризикові нематеріальні активи, повинні діяти за рахунок самофінансування.

Серед інших теорій структури капіталу слід виділити субординації, або послідовності дій (Pecking-Order) Г. Дональдсона. Відповідно до цієї теорії, менеджери підприємств повинні дотримуватися наступного алгоритму[6]:

- в першу чергу мають бути використані внутрішні джерела фінансування, а саме: нерозподілений прибуток і амортизація;

- визначаючи частку дивідендів у чистому прибутку, корпорація повинна виходити зі своїх інвестиційних планів та грошових потоків, що плануються. Пріоритет під час розподілу прибутку повинен мати нерозподілений прибуток;

- залежно від реальних грошових потоків і можливостей для розширення інвестування можуть створюватися додаткові внутрішні фонди;

- тільки в разі відсутності можливості фінансування приросту капіталу внутрішніми джерелами, корпорація може звернутися до зовнішніх;

- у разі залучення зовнішніх джерел пропонується така послідовність: банківські позички, випуск боргових цінних паперів і тільки в останню чергу – емісія пайових цінних паперів, що пояснюється низкою причин: невдоволенням реальних власників, оскільки ціна акцій в обігу звичайно знижується, побоюванням появи нових акціонерів, крім того, витрати, пов'язані з розміщенням акцій звичайно вищі, ніж з розміщенням облігацій.

Група теорій структури капіталу підприємства ґрунтується на понятті асиметричної інформації [7; 8; 9]. Оскільки реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам відносно перспектив розвитку підприємства, асиметричність проявляється в тому, що менеджери підприємства володіють більш достовірною інформацією ніж інвестори та кредитори. Розглянуті раніше теорії структури капіталу абстрагувалися від цієї проблеми.

Одним з головних завдань сучасного корпоративного менеджменту є організація інформаційного поля навколо корпорації, доведення до відома акціонерів та інвесторів успіхів у діловій і фінансовій діяльності; розкриття основних цілей інвестиційних програм. Ціна випущених акцій і облігацій залежить від доступної інвесторам інформації про фінансовий стан фірми. Якщо інформація про емітента неповна, ціна (курс) випущених фінансових інструментів буде занижена і корпорація не одержить необхідний інвестиційний ресурс.

За умов невизначеності ризику та неповноти інформації, інвестори та кредитори ризикують капіталом, але можуть лише обмежено впливати на діяльність підприємства. Для менеджерів(агентів) володіння акціями є лише одним з аспектів взаємовідносин з компанією, тому вони можуть приймати управлінські рішення із власної користі, не враховуючи інтереси інших сторін. В такому випадку має місце конфлікт інтересів, який дістав назву в економічній літературі «агентський конфлікт».

Основою для сигнальних моделей управління капіталом є теорії асиметричності інформації. Дані моделі базуються на припущенні, що ринок капіталу посилає інвесторам відповідні сигнали відносно перспектив розвитку підприємства на підставі поведінки менеджерів [10; 11; 12].

Сигнальна модель Роса побудована на припущенні про можливість фінансовими рішеннями менеджера вплинути на сприйняття ризику інвесторами [11]. Реальний рівень ризику грошових потоків може залишатися незмінним, тоді як менеджери, як монополісти на інформацію щодо майбутніх грошових потоків, можуть вибирати сигнали щодо перспектив розвитку.

Сигнальна модель Майерса-Майлуфа базується на твердженні, що менеджери діють в інтересах основних акціонерів на момент прийняття рішення щодо залучення інвестицій [10]. Якщо потенційні інвестори володіють недостовірною інформацією щодо оцінки компанії, то

фінансування перспективних інвестиційних проектів за допомогою емісії акцій призведе до недоотримання прибутку власниками компанії. Тому, якщо очікується зростання курсу акцій підприємства, раціональним є використання інших джерел залучення інвестиційних ресурсів.

Існує низка робіт, присвячених тестуванню теорій структури капіталу, в яких використовується інформація про певну сукупність компаній із однієї або декількох країн за певний проміжок часу.

Слід зауважити, що у всіх емпіричних дослідженнях теорії структури капіталу об'єктом дослідження виступають підприємства реального сектору економіки, оскільки структура капіталу установ фінансового сектору визначається, в більшій мірі, регулятивними вимогами [13].

Раджан та Зінгалес будують емпіричне дослідження на балансових даних 8 000, 00 підприємств з країн «великої сімки» за період 1987-1991 рр. В результаті дослідження було встановлено обернено пропорційну залежність між можливістю зростання, прибутковістю компанії та її фінансовим важелем (що узгоджується з теорією порядку фінансування); прямо пропорційну залежність між фінансовим важелем та долею матеріальних активів в загальній сукупності активів, фінансовим важелем та розміром активів підприємства (узгоджується з компромісною теорією), для всіх країн за виключенням Німеччини при відсутності об'єктивних на те причин.

Бут використовує як об'єкт дослідження балансові дані компаній 10 країн, що розвиваються, за 1980-1991 рр. Данні було отримано із бази IFC (International Finance Corporation), яка містить інформацію про 100 найкрупніших підприємств кожної країни, тобто дослідження виявилось направленим в бік великих компаній. Результати дослідження Бута повністю заперечують постулати компромісної теорії: рівень матеріальності активів не впливає на загальний рівень фінансового важеля, який відображає реальний рівень заборгованості, котрий використовується для фінансування інвестицій на ринках, що розвиваються; величина активів фірми та рівень операційного ризику на фінансовий важіль не впливають, ефективна ставка податку впливає на прибуток обернено пропорційно.

Бут виявив, що ефективна ставка податку є мірою прибутковості підприємства, тому знак залежності може пояснюватися теорією порядку фінансування, при цьому доходність активів зменшує значення фінансового важеля [13].

Майерс та Майлуф в своїх емпіричних дослідженнях намагалися пояснити негативну кореляцію між прибутковістю та фінансовим важелем, яка на міжгалузевому рівні. Вони дійшли висновку, що в галузях з високим рівнем конкуренції, для підтримки конкурентоспроможності підприємства, менеджери прагнуть підтримати однаковий рівень інвестицій в розробку нових продуктів та збереження долі ринку. Як результат – найменш прибуткові підприємства, маючи менше внутрішніх фондів для нових інвестицій, використовують в більшій мірі позичковий капітал, що і є причиною негативної кореляції між фінансовим важелем та прибутковістю підприємства [10].

Таггарт, Марш, Оплер та Тітман доводять, що існує певний оптимальний рівень заборгованості. Марш використовує логіт-модель, що поєднує ймовірність емісії акцій чи облігацій з відхиленням (тотожно значенню поточної заборгованості) від оптимального, яке вимірюється як середнє за період спостереження. Оплер та Тітман аналізують не лише рішення щодо емісії цінних паперів, а й рішення щодо дострокового погашення облігацій.

Лооф, Банерджи, Ніворожкін та інші вчені отримували змішані результати, які не дозволяли зробити висновок на користь компромісної теорії або теорії порядку фінансування. Податковий ефект заборгованості не визначає рівень оптимального фінансового важеля, величина активів підприємства та перспективи зростання мають для одних країн позитивний вплив на рівень фінансового важеля, для інших – негативний.

Джерела фінансування та капітальна структура українських компаній не відповідають вимогам сучасності. Підприємства починають використовувати новий механізм порядку фінансування: нерозподілений прибуток – випуск акцій – запозичення. Реалізувати свій внутрішній потенціал щодо покращення власного фінансового стану за допомогою менеджменту структури капіталу вони здатні лише після того, як здійснить первинне розміщення власних акцій на ринку.

Тестуванню теорій структури капіталу для підприємств країн, що розвиваються, виявило, що вартість підприємства при емісії боргових цінних паперів не завжди змінюється, що пояснюється нерозвиненістю ринку боргового фінансування.

Відсутність емпіричного підтвердження будь-якої з теорій структури капіталу викликана наступними причинами:

Компромісна теорія структури капіталу та теорія порядку фінансування ґрунтуються на твердженні щодо незалежності інвестиційних та фінансових рішень, що заперечує діюча практика корпоративного управління;

В емпіричних дослідженнях повинні використовуватися дані консолідованої звітності, які унеможливають заниження значення фінансового важеля;

Відсутня перевірка мультиколінеарності членів рівняння регресії;

В дослідженнях були використані балансові дані найбільш великих та стабільних підприємств. Підприємства, які через значне боргове навантаження знаходяться в стадії банкрутства, через брак даних до кола дослідження не потрапили;

Не враховуються трансакційні видатки, які на практиці ускладнюють формування оптимального значення заборгованості.

Як доводять результати емпіричних досліджень, не має єдиного оптимального рішення щодо співвідношення власного і позикового капіталу підприємства, але можна виділити ряд факторів, які суттєво впливають на структуру капіталу підприємства та формують співвідношення між його рентабельністю та фінансовою автономією (див. рис. 2).

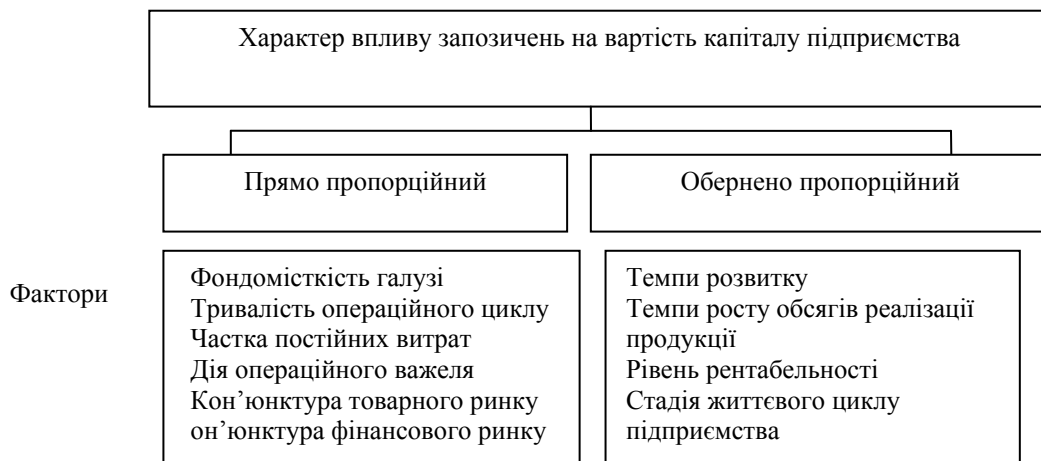


Рис. 2. Характер впливу запозичень на вартість капіталу підприємства*

* Побудовано автором самостійно

Висновки та пропозиції.

Таким чином, через специфічність діяльності суб'єктів господарювання та функціонування ринків, ні компромісна теорія, ні теорія порядку фінансування та агентські моделі не можуть відповісти на питання щодо допустимої долі запозичень в структурі капіталу підприємства та вибору форм кредитування інвестиційних проектів.

В вітчизняній економічній думці автором найбільш впливових досліджень структури капіталу є І.А. Бланк, який визначав, що оптимальна структура капіталу відображає таке співвідношення використання власного та позикового капіталу, при якому забезпечується найбільш ефективний взаємозв'язок між коефіцієнтами рентабельності власного капіталу та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства. Вирішення задачі досягається шляхом аналізу та виявлення тенденції зміни ціни кожного джерела ресурсів при зміні фінансової структури підприємства. На думку авторів, для знаходження оптимальної структури капіталу, яка при заданому рівні прибутковості та вартості залучення забезпечить максимальний прибуток в межах ряду обмежень, встановлених коефіцієнтами, які характеризують фінансовий стан підприємства, варто використовувати методи лінійного програмування та цільові функції, що

складають лінійну комбінацію невідомих компонент. За умов відсутності єдиного універсального правила встановлення ефективної структури капіталу підприємства, дана математична модель повинна складатися індивідуально для кожного підприємства, враховуючи виробничі та стратегічні особливості його діяльності.

Література:

1. Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmen/ L.Perridon.– Мюнхен: Vahlen, 1999. – S. 486–489.
2. Бланк І.А. Основи фінансового менеджменту/ І.А Бланк.– К.: Ельга, Ніка-Центр, 2006. – 620с.
3. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment/ F. Modigliani, M. H. Miller //American Economic Review. – 1958. – № 48. – P. 261–297.
4. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment/ F. Modigliani, M. H. Miller //American Economic Review. — 1963. — № 4. — P. 433–443.
5. Pracht J. Strategic Financing of Small and Medium Sized Enterprises in the German IT Sector / J.Pracht - Aachen: Springer, 2000.— S. 37.
6. Brigham E., Gapenski L. Financial Management: Theory and Practice/ E.Brigham, L.Gapenski //Dryden Press. – 2008. – №5. – P. 388.
7. JENSEN M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers / M. C.JENSEN// The American Economic Review. – 1986.– №2. – S. 323–329.
8. JENSEN M. C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure/ M. C.JENSEN, W. H. MECKLING//Journal of Financial Economics. – 1976.– №3. – S. 305–360.
- 9.FRANKE G. Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt/ G.FRANKE , H.HAX. – Berlin: Springer, 2004. – S. 640.
10. MYERS, S. C. Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have/ S. C.MYERS, N. S. MAJLUF //Journal of Financial Economics. – 1984. – №13. – S. 187–221.
11. ROSS S. A. The determination of financial structure: the incentivesignalling approach/ S. A. ROSS //The Bell Journal of Economics. –1977. – №7. – S. 23–40.
12. LELAND H. E. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation/ H. E. LELAND, H. D. PYLE //The Journal of Finance. –1977. – №3. – S. 371–387.
13. Зинкевич Н.В. Емпіричне тестування теорій структури капіталу: моделі, напрямки, результати/ Н.В.Зинкевич., Е.А.Олеванова //Корпоративні фінанси.– 2008. – № 1(5). – С. 82-101.

Аннотация

ПРОБЛЕМА ФОРМИРОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ВЫБОРА ФОРМ КРЕДИТОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Пантелеев В.П., к.э.н., доцент, Мыкова М.С., аспирант
Харьковский национальный университет имени В.Н. Каразина

Авторами рассмотрен генезис экономической мысли относительно формирования эффективной структуры капитала и основные направления изучения этого вопроса, который в одинаковой степени практически значим для кредитора и заемщика, в условиях трансформации рыночных отношений; проблемы тестирования и практического использования теорий структуры капитала, проблемы выбора форм кредитования инвестиционных проектов с целью обеспечения финансовой стабильности и автономности предприятий реального сектора экономики.

Ключевые слова: традиционная, рыночноориентированная и компромиссная теории структуры капитала, финансовый рычаг, асимметричная информация, сигнальная модель, теория последовательности действий.

Summary

THE PROBLEMS OF THE EFFECTIVE CAPITAL STRUCTURE AND CREDITING FORMS SELECTION OF THE INVESTMENT PROJECTS

Pantelyeyev V.P., Ph.D,dozent, Mykova M.S ,graduarte student
V.N. Karazin Kharkiv National University

The authors have considered the genesis of economics views on the formation of the effective capital structure and fundamental directions of this problem investigation, that is equally important both for a creditor and a debtor in the conditions of the market relations transformation, the problems of testing and practical usage of capital structure theories, the problems of the crediting forms selection of the investment projects with the goal to provide the financial stability and autonomy of the real economy sector enterprises.

Key words: traditional, market oriented and trade-off capital structure theories, financial leverage, non-central information, the signal model, the action order theory