



УДК 330.567.6

Політика формування капіталу в умовах домінування консервативних корпоративних фінансових стратегій

Людмила Олександрівна Шкварчук,
професор кафедри фінансів
Національного університету «Львівська політехніка»,
доктор економічних наук

Анотація. Досліджено особливості формування фінансової політики підприємств. Окреслено сукупність переваг суб'єктів ринку щодо основних джерел корпоративного капіталу. Виявлено домінування консервативних корпоративних фінансових стратегій при формуванні капіталу суб'єктів підприємництва.

Ключові слова: фінансова політика, структура капіталу, емісійні джерела капіталу, фінансовий консерватизм.

Постановка проблеми. Темпи та особливості розвитку економіки країни багато в чому визначаються ефективністю політики суб'єктів господарювання щодо формування капіталу. Сучасна економічна теорія у своєму арсеналі має кілька теоретичних концепцій, які пояснюють дії суб'єктів господарювання на фінансовому ринку щодо залучення капіталу та формування оптимальної фінансової політики. Проте, будучи лише умовними математичними моделями, кожна з них має свої недоліки, що не дозволяє використовувати їх апріорі. Підвищується невизначеність дій на фінансовому ринку і фактором адаптації: на ефективність рішень щодо залучення коштів впливають фактори зовнішнього середовища, які обмежують можливості щодо застосування теоретичних підходів, змінюючи їхні характеристики і результати. Усе це вимагає дослідження особливостей функціонування фінансового ринку з метою виявлення основних факторів, які лежать в основі дій його учасників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми формування ефективної фінансової політики суб'єктів господарювання активно вивчають вітчизняні і зарубіжні вчені. Теоретичні і практичні аспекти оптимізації джерел коштів підприємств досліджували українські науковці (В. В. Баліцька, І. А. Бланк, Г. Г. Кірейцев, А. М. Поддєрьогін, Р. А. Слав'юк, О. О. Терещенко та ін.), а також зарубіжні вчені (М. Дженсен, В. Меклінг, М. Міллер, Ф. Модільяні, С. Росс, Г. Саймон, Дж. В. Хорн та ін.). Проте завдання розробки дієвих методів формування ефективної фінансової політики в умовах українського фінансового ринку поки

що не вирішено, що й обґрунтовує актуальність нових досліджень у цій сфері.

Метою статті є дослідження особливостей сучасної фінансової політики українських підприємств, виявлення основних пріоритетів і переваг щодо форм залучення капіталу на вітчизняному фінансовому ринку.

Виклад основного матеріалу. Фінансова політика підприємства спрямовані на формування оптимальної структури капіталу, яка здатна найбільш повно задовольнити умови максимізації прибутку, фінансової стійкості та інвестиційної привабливості. В основі ефективної фінансової політики лежить формування компромісного рішення щодо фінансування розвитку підприємства за рахунок власних і позичених коштів. Компромісність визначається не лише концепцією ефективності, а й доступністю відповідного джерела фінансування. У цілому рішення приймається на основі зіставлення внутрішніх можливостей суб'єкта господарювання та здатності фінансового ринку задовольнити наростаючі потреби підприємства у фінансових ресурсах.

Аналіз показує, що українські підприємства найчастіше використовують власні кошти для фінансування свого розвитку. Так, відповідно до представлених у *табл. 1* даних, частка власних коштів переважає у структурі джерел фінансування інвестицій в основний капітал суб'єктів господарювання в Україні. При цьому слід зазначити, що виявлені переваги є відносно стабільними, оскільки зміни умов господарювання, викликані світовою фінансовою кризою, на них вплинули несуттєво.

Таблиця 1

Джерела фінансування інвестицій в основний капітал у 2006–2012 рр.

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Усього, млн грн	125 253,7	188 486,1	233 081,0	151 776,8	150 666,5	209 130,0	263 727,7
у т. ч. за рахунок, %							
коштів державного бюджету	5,5	5,6	5,0	4,4	6,3	7,5	6,3
коштів місцевих бюджетів	4,3	3,9	4,2	2,7	2,9	2,9	3,2
власних коштів підприємств та організацій	57,8	56,5	56,7	63,3	55,7	54,0	59,2
кредитів банків та інших позик	15,5	16,6	17,3	14,2	13,7	17,9	16,1
коштів іноземних інвесторів	3,7	3,5	3,3	4,5	2,3	3,1	н/д
інших джерел фінансування	13,2	13,9	13,5	10,9	19,1	14,6	15,2

Примітка. Сформовано за даними Державної служби статистики України [1].



Разом із власними коштами суб'єкти господарювання досить активно використовують для фінансування власного розвитку й позичені кошти. Так, частка кредитів банків та інших позик у загальній структурі фінансування інвестицій в основний капітал за період 2006–2012 рр. становила в середньому 15,9%. Коливання частки відповідних джерел за той період досягло 26,42 в. п., із мінімальним значенням 13,7% 2010 року і максимальним – 17,9% 2011-го. Це дає підставу стверджувати, що загалом ставлення до доцільності залучення кредитних ресурсів як джерела

фінансування розвитку підприємництва в Україні є сформованим і мало залежить від зовнішніх факторів.

Аналіз абсолютних значень відповідних даних (рис.) показує наявність коливання загальної суми власних ресурсів для фінансування інвестицій в основний капітал у розмірі 77,11%, кредитних ресурсів – 75,36%, при коливанні загальної суми інвестицій в основний капітал у 73,32%. Отримані дані підтверджують гіпотезу про відносну сталість переваг щодо співвідношення джерел фінансування розвитку підприємств.

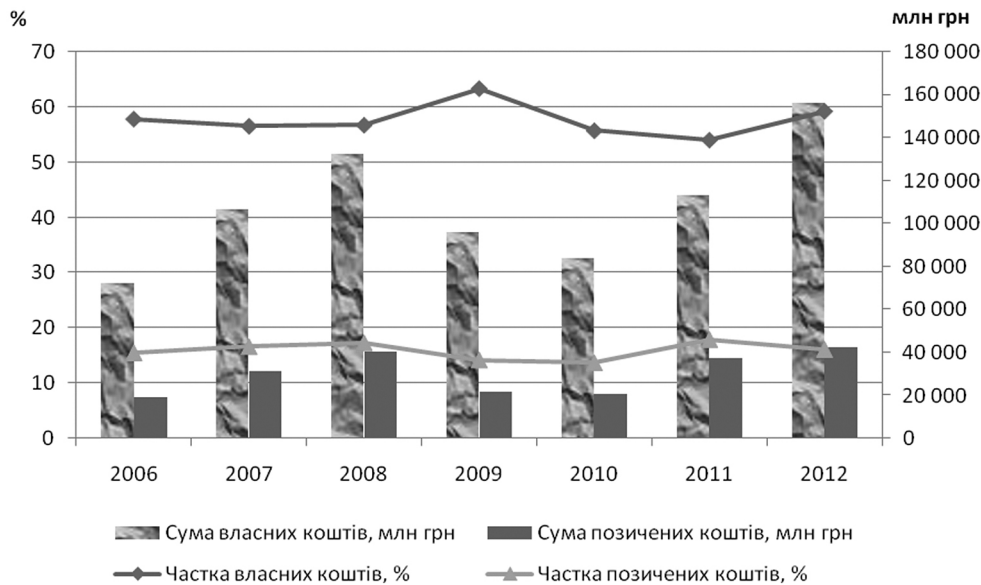


Рис. Динаміка показників фінансування інвестицій в основний капітал підприємств в Україні у 2006–2012 рр.

Концепція ефективності залучення джерел фінансування ґрунтується на оцінюванні різної їхньої вартості. Теоретичні постулати фінансового менеджменту визначають, що в умовах ефективно функціонуючого фінансового ринку із залучення власних коштів є дорожчим у порівнянні з залученням позикових джерел фінансування [2]. Вважаючи на це, можемо зробити два альтернативні припущення:

- 1) або для умов українського ринку концепція ефективності не є визначальною при прийнятті рішення щодо формування оптимальної структури капіталу підприємства;
- 2) або залучення власного капіталу в умовах української економіки є дешевшим у порівнянні із залученням позикового капіталу, на відміну від ринків розвинутих країн.

Власні кошти, як джерело фінансування розвитку підприємства, можуть формуватись із внутрішніх і зовнішніх джерел. Внутрішні джерела – це акумульований нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування тощо. Зовнішні власні джерела фінансування – це кошти, залучені через продаж акцій власної емісії (для АТ), або додаткові внески учасників ТзОВ.

Наскільки відкритим є залучення власних коштів для розвитку підприємства, можна робити висновок за даними про обсяги випуску цінних паперів. Так, 2011 року в Україні було емітовано цінних паперів

на суму 179,17 млрд грн, з яких: акцій – 58,16 млрд грн (32,43%); облігацій підприємств – 35,91 млрд грн (20,04%). Найбільшу частку в загальному обсязі зареєстрованих випусків акцій становили емісії з реально залученими коштами (2011 року цей показник сягнув 90,20%, або 52,46 млрд грн) [3].

Основними емітентами акцій серед виробничих підприємств за видами економічної діяльності 2011 року були підприємства переробної промисловості – 2,07 млрд грн (3,56%); добувної промисловості – 1,97 млрд грн (3,39%) і сільського господарства, мисливства та лісового господарства – 0,44 млрд грн (0,75%). Отже, на виробничі підприємства припадає незначна частка сукупної емісії акцій (табл. 2). Наведені дані дають підстави вважати, що залучення власних коштів на фондовому ринку не є широковикористовуваним методом фінансування розвитку реального сектору економіки України.

Варто зазначити, що на відкритий ринок потрапляє незначна частка емітованих цінних паперів. Зокрема, 2011 року на первинному біржовому ринку було укладено угод з акціями на суму 0,21 млн грн (0,36% від загальної емісії акцій у той період); з корпоративними облігаціями – 15 264,44 млн грн (42,51%). За весь аналізований період обсяг розміщення акцій нової емісії через фондовий ринок був меншим від 1%. Виняток становив лише 2007 рік, проте обсяг в 1,5% не може вважатися значущим.



Таблиця 2

Динаміка емісії цінних паперів в Україні у 2006–2011 рр.

Показники	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Обсяг емісії цінних паперів, млрд грн	84,07	133,25	153,05	162,68	95,55	179,17
Обсяг емісії акцій, млрд грн	43,54	50,0	46,14	101,07	40,59	58,16
з них підприємствами:						
%	70,28	43,00	39,12	38,16	41,90	36,33
млрд грн	30,6	21,5	18,05	38,57	17,01	21,13
Обсяг угод з акціями на первинному біржовому ринку:						
млн грн	304,83	750,37	20,41	204,46	305,91	0,21
% від емісії	0,70	1,50	0,04	0,20	0,75	0,36
Обсяг емісії корпоративних облігацій, млрд грн	22,07	44,48	31,35	10,11	9,49	35,91
з них підприємствами:						
%	76,98	57,46	76,97	100,0	67,12	61,04
млрд грн	16,99	25,56	24,13	10,11	6,34	21,92
Обсяг угод з корпоративними облігаціями на первинному біржовому ринку:						
млн грн	140,64	140,45	1 694,8	5 078,2	4 635,5	15 264,4
% від емісії	0,64	0,32	5,41	50,23	48,85	42,51

У переважній більшості акції нової емісії розміщуються або серед існуючих акціонерів, або цільовим шляхом. Усе це дає підстави стверджувати, що активність підприємств на фондовому ринку є незначною. Менеджмент вітчизняних промислових підприємств не розглядає відкритий фондовий ринок як ефективний механізм залучення коштів для фінансування програм власного розвитку. Підтверджує такий висновок, зокрема, і частка акцій, які перебувають у відкритому обігу на ринку.

Оцінка кількості акцій емітента, які перебувають у вільному обігу на фондовому ринку, здійснюється за так званим показником Free-float (FF). Значення відповідних показників оприлюднюють фондові біржі, оскільки показники FF використовуються при розрахунку фондових індексів. Переважно значення показ-

ника FF установлюється на базі експертної оцінки, яка передбачає вилучення із загальної суми акціонерного капіталу емітента таких складових:

- кількості акцій, що перебувають у державній власності;
- кількості акцій, що належать емітенту;
- кількості акцій, що перебувають у власності стратегічних інвесторів;
- кількості акцій, що перебувають у власності менеджменту та трудового колективу підприємства;
- кількості акцій, які перебувають у перехресному володінні.

Результати оцінки показників FF для найбільших емітентів, акції яких входять в індексний кошик української біржі, представлено в *табл. 3*.

Таблиця 3

Значення Free-float для акцій індексного кошика української біржі

Емітент	Значення Free-float станом на				
	15.06.2009	15.03.2010	16.03.2011	16.03.2012	18.03.2013
Алчевський металургійний комбінат	4%	4%	4%	4%	4%
Авдіївський коксохімічний завод	-	4%	8%	8%	8%
Азовсталь	4%	4%	4%	4%	4%
Райффайзен Банк Аваль	4%	4%	3,5%	3,5%	3,5%
Центренерго	22%	22%	22%	22%	22%
Донбасенерго	-	-	14%	14%	14%
Єнакієвський металургійний завод	9%	9%	9%	9%	9%
Мотор Січ	34%	24%	24%	24%	24%
Укрнафта	8%	8%	0,5%	0,5%	0,5%
Укрсоцбанк	4%	4%	4,5%	4,5%	1,5%
Середнє	10,6	9,67	9,35	9,35	9,05

Примітка. Сформовано за даними української біржі [4].

Загалом представлені в *табл. 3* дані свідчать про низький рівень вільного обігу акцій на фондовому ринку України. За період 2009–2012 рр. середнє значення показника FF за акціями індексного кошика української біржі знизилася на 14,62%. Показники FF жодного емітента, акції яких входили до індексного кошика української біржі, не зростали в період із 2011 до 2013 рр.

Аналіз відповідних показників для індексного кошика ПФТС показав наявність аналогічної тенденції.

Зокрема, FF акцій індексного кошика ПФТС становив 8,49% у 2011 р.; 7,68% у 2012 р. і 7,45% станом на 15.01.2013 р. Спостерігається поступове зниження показника вільного обігу акцій на фондовому ринку. Із 20-ти акцій індексного кошика ПФТС Free-float лише одного емітента (Полтавського ГЗК) зріс на початок 2013 року, п'яти емітентів – знизився.

Наведені значення показника FF є найнижчими в Європі. Зокрема, у Росії значення відповідного



середнього показника вільного обігу акцій становить 28,59%. Так, на Московській біржі (ММВБ) обертається 57% акцій Лукойлу, 46% акцій Газпрому, 32% акцій Аерофлоту тощо [5]. Це дає підстави стверджувати, що основним джерелом фінансування інвестицій в основний капітал є внутрішні власні кошти суб'єктів господарювання. При цьому зниження прибутковості діяльності виробничих підприємств у період після 2008 року обмежує фінансові можливості розвитку реального сектору економіки України, а небажання здійснювати залучення ресурсів в обмін на передання частки корпоративних прав поглиблює фінансову кризу, формуючи передумови для подальшого спаду виробництва в країні.

Висновки. Проведений аналіз показав, що українські підприємства реального сектору економіки до-

тримуються консервативної політики фінансування власного розвитку. Основним джерелом капіталотворення залишаються внутрішні кошти суб'єктів господарювання, обсяги яких напряму визначаються прибутковістю конкретного виду діяльності. Обсяги залучення фінансових ресурсів через фондовий ринок є незначними, перерозподіл корпоративних прав через операції з пасивними інвесторами не відбувається. Як наслідок, реальний сектор відчуває дефіцит фінансових ресурсів. При цьому причиною відповідного дефіциту є бажання дотримуватись стратегії фінансового монополізму існуючих власників підприємств. У той же час рівень розвитку фінансової інфраструктури в Україні є достатнім для забезпечення сучасних методів зовнішнього залучення власного капіталу.

Список використаної літератури

1. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування [Електронний ресурс] : статистична інформація. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
2. Ушаева С. Н. Грани оптимизации структуры капитала в условиях кризиса / С. Н. Ушаева // Вестник Челябинского государственного университета. – 2010. – № 5 (186). – Вып. 25 : Экономика. – С. 173–179.
3. Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс] // Річний звіт НКЦПФР. 2011. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf.
4. Список акцій для расчета индекса [Электронный ресурс] // Индекс украинских акций (UX). – Режим доступа : <http://www.ux.ua/ru/informer/?gr=1>.
5. База расчета индексов Московской биржи [Электронный ресурс] // (Индексы ММВБ и Индексы РТС). – Режим доступа : <http://rts.micex.ru/s772>.
6. Баліцька В. В. Вплив зміни структури капіталу підприємств на розвиток фондового ринку та стан капіталізації економіки / В. В. Баліцька // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 3. – С. 141–150.

Summary. The features of forming of enterprises financial politics are investigated. Totality of enterprises advantages are outlined in relation to the basic sources of corporate capital. Prevailing of conservative corporate financial strategies at forming of business entities capital is discovered.

Keywords: financial politics, capital structure, emission sources of capital, financial conservatism.