

Сухенко О. А.,

аспірантка відділу фінансово-монетарного регулювання
Інституту економіки та прогнозування НАН України,
начальник відділу з управління активами ІСІ та НПФ
ТОВ "КУА "Ай К'ю – Технолоджи"

ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА КОМПАНІЇ В КОНТЕКСТІ ЕКОНОМІЧНОГО ЦИКЛУ

На підставі аналізу сучасних моделей оптимізації структури капіталу компанії запропоновано враховувати вплив циклів ділової активності при управлінні структурою капіталу в умовах недовосконалої фінансових ринків та постійної зміни їх кон'юнктури.

Ключові слова: фінансова політика, оптимізація структури капіталу, фінансова стійкість, макроекономічна динаміка, цикли ділової активності, кон'юнктура фінансових ринків.

Економічна рецесія та фінансова нестабільність в Україні та світі наочно продемонстрували непристосованість сучасних виробничо-економічних систем до різкої зміни макроекономічної динаміки. Багато підприємств виявилися не готовими до погашення боргів, враховуючи негативні зміни в грошовому потоці та обмежені можливості рефінансування, що призвело до невиконання ними своїх зобов'язань, додаткових збитків, пов'язаних з фінансовою нестабільністю, банкрутством, втратою інвестиційних можливостей. На загальнодержавному рівні така ситуація загрожує економічною депресією, зростанням безробіття, погіршенням торговельного балансу, знеціненням національної валюти, втратою конкурентних позицій на світових ринках.

У перехідний період від економічного буму до економічного спаду (як і в будь-який інший перехідний період між різними етапами ділового циклу) проблема фінансування активів постала в новому ракурсі: модель управління структурою капіталу, збалансованого на певний період, виявилася неспроможною в стислий проміжок часу оптимізувати структуру капіталу відповідно до нових умов зовнішнього та внутрішнього середовища.

Отже, набуває актуальності розроблення нових підходів у сфері управління структурою капіталу з урахуванням циклічності макроекономічної динаміки, їх адаптація до умов українського фінансового ринку, що сприятиме розвитку корпоративного управління, максимізації ринкової вартості акціонерних товариств, підвищенню їх інвестиційної привабливості та економічному зростанню в Україні.

Хоча питання оптимальної структури капіталу в розрізі макроекономічної динаміки наразі остаточно не вирішене, серед сучасних досліджень зарубіжних вчених є дуже багато цікавих фундаментальних досліджень, присвячених вивченню взаємозв'язку структури капіталу та макроекономічної динаміки, розширенню спектра факторів та вивченню їх впливу на структуру капіталу, зокрема праці Х. Чена, Д. Амдура, Е. Аткинсона, Г. Коула, І. Уелша, Р. Раджана, Л. Зінгейлса, Ш. Тітмана, Р. Весселса, С. Майерса.

Серед українських вчених досліджували теорію та практику формування й оптимізації структури капіталу В. В. Корнеєв, Ю. М. Воробйов, О. В. Гурнак, Р. С. Квасницька, О. В. Кленін. Питання сутності й наслідків нестабільності та економічного зростання, систему функціонування макроекономічних циклів розробляли українські економісти В. М. Геєць, Б. Є. Кваснюк, С. І. Кіреєв, С. В. Кульпінський, М. І. Скрипниченко. У запропонованих на сьогодні моделях вплив макроекономічної динаміки на вибір структури капіталу практично залишився поза увагою, тому потребує подальших досліджень.

Метою статті є наукове обґрунтування запровадження алгоритму оптимізації структури капіталу для кожної фази циклів ділової активності, яка б заздалегідь враховувала зміни в потребах фінансування та умовах його залучення в умовах недосконалості фінансових ринків та постійної зміни їх кон'юнктури.

Якщо звернутися до витоків теорії структури капіталу, то перша теорія Модільяні – Міллера, за якою структура капіталу не релевантна, піддалася критиці власне через відсутність у моделі впливу корпоративних податків¹. Недолік було виправлено, і в наступній теорії Ф. Модільяні та М. Міллер показали, що з урахуванням податку на прибуток цінність фірми зростає прямо пропорційно боргу, залученому до структури капіталу внаслідок зменшення бази оподаткування на суму процентів за заборгованістю². Згодом М. Міллер доповнив модель, врахувавши оподаткування доходів власників капіталу³. В результаті завдання вибору коефіцієнта “борг – власний капітал” звелось до зіставлення вигоди від податкового захисту за відсотковими виплатами зі збитками від фінансової нестійкості, запропонованого компромісним підходом.

При виборі оптимальної структури капіталу, який все ще зводиться до згаданого зіставлення, Р. Брейлі та С. Майєрс рекомендують використовувати “контрольний лист”, який включає чотири критерії – податки, ризик, тип активів та необхідність фінансового заслону. З метою максимізації вартості компанії для акціонерів, фірми з надійними матеріальними активами і великим обсягом оподаткованого прибутку, який потребує податкового захисту, необхідно планувати високу частку боргу в сукупному капіталі. Неприбутковим компаніям, компаніям з високим діловим ризиком, а також з неліквідними нематеріальними активами, які швидко знецінюються у разі фі-

¹ *Modigliani F.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // *American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48 (3). – P. 261–297 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eslamibidgoli.ir/finance/The%20Cost%20of%20Capital.pdf>.

² *Modigliani F.* Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. Miller // *American Economic Review*. – 1963. – Vol. 53 (3). – P. 433–443 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.carlospitta.com/Courses/Gestion%20Financiera%20Internacional/Cases/Modigliani%20y%20Miller%20\(1963\)%20A%20correction.pdf](http://www.carlospitta.com/Courses/Gestion%20Financiera%20Internacional/Cases/Modigliani%20y%20Miller%20(1963)%20A%20correction.pdf).

³ *Miller M. H.* Debt and Taxes / M. H. Miller // *Journal of Finance*. – 1977. – Vol. 32. – P. 261–275 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ecsocman.edu.ru/data/874/126/1231/miller_-_debt_and_taxes_1976.pdf.

нансових труднощів, варто здійснювати фінансування здебільшого за рахунок випуску нових акцій. Крім того, до консервативної структури капіталу зазвичай схиляються перспективні швидкозростаючі фірми, для яких важлива наявність достатнього фінансового заслону, тобто легкого доступу до фінансових ресурсів при виникненні сприятливих інвестиційних можливостей⁴.

Проте в сучасних реаліях цінність податкового щита вже не безумовна і являє собою доволі спірне питання. Логічне припущення, що при очікуванні фірмою прибутків боргове навантаження може мати для неї сенс завдяки економії на податках внаслідок запозичень, і навпаки, якщо фірма не розраховує на отримання прибутків, достатніх для використання податкового захисту, то позики якщо й надають переваги в оподаткуванні, проте вельми незначні, або не надають зовсім.

Водночас багато високорентабельних фірм практично не несуть боргового навантаження, на противагу існуванню переконливих стимулів до запозичень, і навпаки. Таку закономірність виявив К. Кестер, досліджуючи фінансову політику промислових компаній США та Японії, віднісши високу балансову рентабельність до найзначнішої статистичної змінної, яка розрізняє компанії з низьким та високим борговим навантаженням у цих країнах. Вагомий внесок у цю концепцію зробив у своїх дослідженнях С. Майерс, показавши, що рентабельність попереднього періоду більшою мірою пояснює зміну коефіцієнтів боргового навантаження в часовому ряді, ніж модель цільової структури капіталу та припущення щодо мінімізації затрат, пов'язаних з емісією боргових цінних паперів⁵.

Вагомість податкового заслону як визначального фактора при виборі структури капіталу ставлять під сумнів і українські вчені. Зокрема, О. В. Гурнак у своїх дослідженнях наголошує, що, на відміну від західних підходів до оптимізації структури капіталу, яка зводиться до співвідношення вигід від використання податкового щита та втрат від можливого банкрутства, для вітчизняних корпорацій вигоди пов'язані насамперед з оптимізацією розподілу економічної влади, зниженням ризику рентоорієнтованої поведінки менеджерів, а також формуванням ефективніших взаємозв'язків промислових корпорацій з комерційними банками. Аналізуючи фактори, які чинять найбільш суттєвий вплив на фактичну структуру капіталу промислових корпорацій в Україні, О. В. Гурнак виявив, що така структура формується під впливом її параметрів у минулому періоді, рентабельності діяльності підприємства та динаміки його розвитку⁶.

⁴ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. — М. : Олимп-Бизнес, 1997. — С. 485—486.

⁵ Barclay M. J. The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited / M. J. Barclay // Journal of Applied Corporate Finance. — 2005. — Vol. 17 (1). — P. 15 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.simon.rochester.edu/fac/barclay/PublishedPapers/JACF2005.pdf>.

⁶ Гурнак О. В. Теоретичні моделі формування оптимальної структури капіталу і їх застосування в Україні / О. В. Гурнак // Економіка: проблеми теорії та практики. — 2004. — Вип. 197. — Т. II. — С. 419—424.

Розглянемо взаємозв'язок між структурою капіталу українських промислових компаній та їх рентабельністю на прикладі блакитних фішок, що входять в розрахунки індексів провідних фондових бірж України⁷.

Як бачимо з таблиці, для більшості компаній характерна висока зворотна кореляція між зміною коефіцієнтів боргового навантаження та загальної рентабельності: зі зменшенням рентабельності боргове навантаження збільшується і навпаки. Крім того, рентабельнішим компаніям великою мірою притаманні нижчі коефіцієнти боргового навантаження, хоча не можна говорити про чітку залежність між цими змінними.

Зворотний зв'язок між коефіцієнтами рентабельності та боргового навантаження, згідно з яким фірми спершу використовують доступні внутрішні джерела фінансування, а за потреби в зовнішньому фінансуванні надають

Т а б л и ц я

Взаємозв'язок між структурою капіталу та рентабельністю українських корпорацій

Компанія	Коефіцієнт	2006	2007	2008	2009	Коефіцієнт кореляції
Укрнафта	боргового навантаження	0,19	0,15	0,20	0,43	-0,67
	рентабельності	34	15	14	3	
Ясиновський коксохімічний завод	боргового навантаження	0,29	0,19	0,19	0,32	-0,95
	рентабельності	22	32	35	7	
Азовсталь	боргового навантаження	0,31	0,27	0,48	0,49	-0,87
	рентабельності	16	22	11	0	
“Мотор Січ”	боргового навантаження	0,38	0,38	0,49	0,39	-0,50
	рентабельності	3	10	0	24	
Укртелеком	боргового навантаження	0,29	0,29	0,40	0,40	-0,91
	рентабельності	6	5	-12	-4	
Центренерго	боргового навантаження	0,50	0,49	0,56	0,58	-0,99
	рентабельності	3	3	-2	-6	
Західенерго	боргового навантаження	0,47	0,46	0,58	0,69	-0,89
	рентабельності	10	8	7	-17	
Донбасенерго	боргового навантаження	0,57	0,53	0,58	0,69	-0,93
	рентабельності	1	3	2	-1	
Алчевський металургійний комбінат	боргового навантаження	0,64	0,60	0,72	0,80	-0,96
	рентабельності	7	5	-2	-8	
Єнакіївський металургійний завод	боргового навантаження	0,65	0,64	0,72	0,88	-0,96
	рентабельності	10	8	7	-17	

⁷ Загальнодоступна інформаційна база даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stockmarket.gov.ua>.

більшу перевагу борговим зобов'язанням, ніж акціям, пояснює альтернативна теорія ієрархії, за якою найрентабельніші фірми загалом роблять менше позик — не тому, що вони націлені на низькі коефіцієнти боргового навантаження, а тому, що не потребують коштів із зовнішніх джерел. Фірми з нижчими показниками рентабельності випускають боргові зобов'язання, оскільки не мають власних коштів, достатніх для здійснення своїх інвестиційних програм, а також у зв'язку з тим, що боргове фінансування посідає перше місце в ієрархії зовнішніх джерел фінансування. Тобто коефіцієнт боргового навантаження будь-якої фірми показує її кумулятивні потреби в зовнішньому фінансуванні. Ієрархія джерел фінансування відображає прагнення компанії мінімізувати затрати, пов'язані з емісією боргових цінних паперів, і уникнути тривожних сигналів, які надходять інвесторам, коли з'являється повідомлення про випуск акцій, що, як правило, знижує їх ціну, тоді як випуск боргових зобов'язань практично не сприймається як негативна новина⁸.

Крім того, зміна структури капіталу та рентабельності відбувається переважно в усіх фірмах в однаковому напрямі за певного часового періоду. Спостерігалось зниження рентабельності з 2006 по 2009 р. та збільшення боргового навантаження у більшості компаній. Оскільки економічне зростання не буває рівномірним, а переривається періодами економічної нестабільності, і саме такий перебіг циклу спостерігався в Україні та світі у 2008 р., доцільно розглядати цикли ділової активності як вагомий фактор при прийнятті рішень щодо структури капіталу.

Вплив бізнес-циклів на структуру капіталу компанії обґрунтував у своїх дослідженнях Д. Амдур та на підставі аналізу даних фінансових ринків США визначив, що випуск боргу та дивідендні виплати позитивно корелюють зі зростанням виробництва та інвестиційною активністю, а також між собою⁹.

Водночас, поряд із доцільністю збільшення значення впливу циклів ділової активності, можна говорити про зменшення значення податкового щита та дивідендів як не єдиних і не визначальних факторів, що впливають на вартість компанії та структуру її капіталу. На сьогодні багато дослідників погоджуються з думкою, що податкове навантаження не відіграє вирішальної ролі. Позики — не єдиний спосіб оптимізації оподаткування, крім того, вони надають вигоду в оподаткуванні лише фірмам з високим та стабільним потоком прибутків, та лише до певного рівня боргового навантаження.

Те саме можна сказати про дивіденди. Зокрема, М. Міллер, Ф. Блек та М. Шульц дотримуються думки про відсутність впливу дивідендної політики на вартість компанії, аргументуючи це тим, що жодна компанія не вірить у можливість збільшення ціни своїх акцій, лише змінивши дивідендну політику. Усвідомлюючи можливість існування постійних покупців акцій

⁸ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. — М. : Олимп-Бизнес, 1997. — С. 488—489.

⁹ Amdur D. Capital Structure over the Business Cycle / D. Amdur // Georgetown University. Department of Economics. Working Papers. — 2008. — № 08-03 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www8.georgetown.edu/departments/economics/pdf/803.pdf>.

з великими дивідендними виплатами, М. Міллер, Ф. Блек та М. Шульц вважають, що їх попит вже задоволений і попит на високі та низькі дивіденди не чинить жодного впливу на ціни та дохід. Отже, немає значення, який тип клієнтів обирає окрема компанія, її вартість не залежить від вибору дивідендної політики¹⁰.

Розглянемо, як проявляється макроекономічна динаміка на показниках діяльності компанії та її виборі щодо структури капіталу на кожній фазі циклу ділової активності.

Економічні цикли характеризуються послідовністю нерегулярних підйомів та спадів в економічній активності, що повторюється протягом певного часу, включають фази розширення виробництва, піку, скорочення та рецесії, і традиційно пояснюються невідповідністю сукупного попиту сукупній пропозиції.

На етапі скорочення учасники ринку переоцінюють у бік зменшення очікування щодо зростання попиту та цін, відповідно відбувається скорочення обсягів виробництва, зростає безробіття, різко знижується попит. У період рецесії надалі знижується виробництво та зайнятість, зменшується попит, важко збувати продукцію, у період депресії може падати рівень цін, відбувається знецінення активів¹¹.

У цьому випадку різке скорочення виробництва та збуту призвело не до зменшення потреби в капіталі, а навпаки, до його дефіциту внаслідок необхідності дострокового погашення боргів за відсутності можливостей рефінансування, викликаних негативними змінами в грошовому потоці, знеціненням активів та збільшенням кредитних ризиків.

Структура капіталу тепер не змінюється так швидко, як у фазі зростання, і компанія не переходить відразу на фінансування за власні кошти, провівши реструктуризацію зобов'язань або навіть оголосивши дефолт. Проте в будь-якому разі компанія зазнає значних збитків від фінансової нестійкості.

Для етапу розширення виробництва характерне зростання зайнятості та завантаженості виробничих потужностей, зростання попиту, і, відповідно, пропозиції та цін. Усе це максимально проявляється на фазі піку. Також на цьому етапі слід відзначити підвищення продуктивності, зростання фондового ринку, збільшення інфляції та відсоткових ставок, а також ріст заощаджень та загального рівня життя населення¹².

Відповідно, на зазначеному етапі зростає потреба в капіталі для здійснення інвестицій у модернізацію та розширення виробництва. Враховуючи підвищення вартості та ліквідності активів, високі фінансові результати компаній, невисоке боргове навантаження на початковому етапі та низькі ризики фінансової нестабільності, позиковий капітал виступає доступним

¹⁰ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – С. 413–421.

¹¹ Экономика. Макроэкономическая динамика : учеб. курс / пер. с англ. – ГИФА, 2006. – С. 9–26.

¹² Там же.

та привабливим джерелом фінансування. У цей же період активно зростає й фінансування за рахунок власного капіталу, внаслідок збільшення нерозподіленого прибутку, проведення додаткових емісій, виходу емітентів на IPO, збільшення портфельних та прямих інвестицій, підвищення цін на акції.

Якщо припустити, що ринки ефективні, на фазі росту зі збільшенням фінансових результатів очевидна перевага позикового капіталу над акціонерним завдяки податковому заслону. Водночас, доволі часто компанії прагнуть випускати акції після підйому фондового ринку, попри відсутність жодних причин для таких дій на ефективному ринку¹³.

Практика постійно заперечує теорію ефективності, яка передбачає, що ринок “не має пам’яті”, що інвестори володіють повною інформацією і вона вже відображена у цінах на цінні папери, а угоди з такими паперами не можуть мати позитивну чисту приведену вартість. Проте менеджери неохоче випускають нові акції після падіння цін та схильні очікувати підвищення. Аналогічно вони віддають перевагу фінансуванню шляхом випуску акцій перед випуском боргових зобов’язань після незвичного росту цін.

В Україні є кілька причин невизначеності інвесторів щодо достовірної ціни активів:

- відсутність ефективного корпоративного управління, насамперед стосовно дивідендної політики. Якщо на розвинутих ринках превалюють акції зі встановленим розміром дивідендів, то на українському ринку інвестори орієнтуються на дохід, пов’язаний зі зростанням курсової вартості;
- недостатність та нерегулярність отримання фінансової інформації про діяльність емітентів;
- низький free float найбільш ліквідних за українськими мірками акцій. Обіг цінних паперів на ринку суттєво не впливає на структуру власності компанії;
- недостатня ліквідність ринку. Оцінки різних фінансових інструментів базуються на котируваннях, що могли скластися місяць тому. До того ж навряд чи один-два договори, укладені на біржі за такий значний проміжок часу, можуть допомогти достовірно визначити справедливую ціну¹⁴.

Оскільки є цикли ділової активності, які, у свою чергу, теж підтверджують неефективність ринку, можна припустити, що в період зростання власники боргового капіталу часто недооцінюють ризики, тоді як винагорода за власним капіталом, навпаки, переоцінена. Тому в реальних умовах можна зробити висновки, що фінансування переважно за рахунок позикових коштів пояснюється передусім нижчою вартістю та більшою доступністю

¹³ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. — М. : Олимп-Бизнес, 1997. — С. 353–361.

¹⁴ Антонов С. Український фондовий ринок: їжачок в тумані / С. Антонов // Економічна правда. — 2010. — 2 черв. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/markets/2010/06/2/237074>.

боргового фінансування в необхідних обсягах, ніж фінансування за рахунок власного капіталу.

У свою чергу, вартість боргового фінансування залежить від попиту і пропозиції ресурсу в глобальному масштабі, а також від ризику країни. Як зазначає С. Кульпінський, після посилення світової фінансової кризи у другій половині 2008 р. і банкрутства декількох найбільших банків, дохідність боргових зобов'язань уряду США суттєво знизилась, що спричинило масовий продаж акцій та облігацій ряду країн, що розвиваються, та підвищення попиту на надійні цінні папери, якими вважаються облігації уряду США. Водночас спреди облігацій ряду країн, що розвиваються, суттєво виросли відносно американських облігацій. Це створило певний дисбаланс на світовому ринку ресурсів, оскільки вартість нових запозичень для уряду США знизилась, тоді як їх вартість для ряду країн, що розвиваються, зробила практично неможливими нові запозичення на той період¹⁵.

Повертаючись до “контрольного листа” Р. Брейлі та С. Майерса, варто зазначити, що характеристики чотирьох критеріїв при виборі структури капіталу – податки, ризик, тип активів та необхідність фінансового заслону, мають спільні риси не лише для певних галузей чи типів компаній, а й для певних періодів макроекономічної динаміки. На спаді циклу для більшості компаній будуть притаманні збиткова діяльність, високий діловий ризик, знецінення та низька ліквідність активів. У такий період доцільніше здійснювати фінансування здебільшого за рахунок акціонерного капіталу. І навпаки, фірми зі стабільним фінансовим становищем та високими прибутками на фазі зростання можуть сміливо збільшувати долю боргового навантаження у фінансуванні своєї діяльності.

Проте сумнівно, що в період збиткової діяльності компанії мають можливість здійснювати фінансування за рахунок випуску нових акцій, ціни і попит на які значно знизилися. Тому при прийнятті рішень щодо структури капіталу необхідно постійно бути на крок попереду зміни бізнес-циклу компанії та економіки загалом. Відповідно, щоб підготуватися до періоду спаду, збільшувати частку акціонерного капіталу у фінансуванні необхідно заздалегідь, власне на фазі росту, коли акції користуються попитом та підскочили в ціні.

Отже, проблема управління структурою капіталу полягає в тому, що зовнішні та внутрішні фактори впливу змінюються значно швидше, ніж компанія може до них адаптуватися, відповідно, необхідно забезпечити достатню фінансову гнучкість, яка б дала можливість пристосуватися до таких змін. Для вирішення цієї проблеми пропонується застосовувати синтез підходів макроекономіки та теорії корпоративних фінансів. В управлінні структурою капіталу виникає завдання не стільки формування цільової структури на певний момент часу, скільки вирішення, як з найменшими

¹⁵ *Кульпінський С. В.* Визначення факторів впливу на бізнес-цикл у системі регулювання фінансового ринку / С. В. Кульпінський // *Фінанси України*. – 2009. – № 9. – С. 53–66.

втратами пройти відхилення та зміни цільової структури при зміні фази циклу ділової активності.

Звичайно, у короткостроковий період при розвороті циклу моментально змінити структуру капіталу може виявитися неможливим, тому необхідно прогнозувати зміну макроекономічної динаміки на основі випереджальних індикаторів та попередньо формувати фінансову політику компанії. Зокрема, на етапі скорочення виробництва рекомендується заздалегідь подбати про пролонгацію або зменшення боргового навантаження. На фазі економічного зростання значну частину коштів потрібно вкладати в модернізацію виробництва, а не лише витратити на розширене відтворення для поповнення оборотних активів, а також слідкувати, щоб цільова структура капіталу не відхилялась від консервативної, з метою збереження достатнього фінансового заслону та залучення додаткового фінансування при виникненні сприятливих інвестиційних можливостей.

З іншого боку, в довгостроковій перспективі вартість компанії більше залежить від її інвестиційних та виробничих рішень, ніж від рішень щодо вибору джерел фінансування. Наприклад, “Мотор Січ” у 2008 р. значно збільшила боргове фінансування, у тому числі завдяки консервативній структурі капіталу, що дало змогу залучити додаткові кошти на реалізацію інвестиційного проекту з розширення та диверсифікації ринків збуту й відповідного збільшення обсягів виробництва вертолітних двигунів, що, у свою чергу, нівелювало вплив інших факторів та вивело компанію у 2009 р. на абсолютно новий рівень фінансових показників та економічної ефективності¹⁶.

Попри зовнішнє середовище, яке справляє вплив на діяльність будь-якої компанії, зазвичай вибір щодо фінансування та структури капіталу індивідуальний у кожному окремому випадку. Тому, звертаючись до аналізу впливу циклів ділової активності на структуру капіталу, можна говорити про такий вплив “за інших рівних умов” діяльності конкретної компанії, і основне завдання фінансової політики, спрямованої на максимізацію вартості для акціонерів, – забезпечити на будь-якій фазі ділового циклу таку структуру капіталу, яка передбачала б достатній фінансовий заслін, що сприяв би оперативному залученню додаткового фінансування у разі виникнення вдалих інвестиційних проектів.

Проаналізувавши різні підходи до управління структурою капіталу, зокрема, компромісний підхід співвідношення вигоди від податкового щита, доведеної Ф. Модільяні й М. Міллером, та збитків від можливого банкрутства, а також теорію ієрархії джерел у залученні фінансування та підхід “контрольного листа” Р. Брейлі та С. Майерса, зроблено висновки, що всі характеристики і умови, наведені в цих підходах, не заперечують одна одну, а доцільні не стільки для певних галузей чи типу компанії, скільки для різних етапів макроекономічного розвитку.

Заперечено вагомість податкового щита та дивідендної політики як визначального фактора при оптимізації структури капіталу. Виявлено високу

¹⁶ Офіційний сайт ВАТ “Мотор Січ” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.motorsich.com/rus/news>.

зворотну кореляцію між зміною коефіцієнтів боргового навантаження та загальної рентабельності, крім того, зміна структури капіталу та рентабельності для всіх фірм переважно відбувається в однаковому напрямку для певного часового періоду, тобто зі зміною циклів ділової активності.

Доведено вплив макроекономічної динаміки на чотири критерії Р. Брейлі та С. Майерса при виборі структури капіталу – податки, ризик, тип активів та необхідність фінансового заслону. Зокрема, на спаді циклу для більшості компаній буде притаманна збиткова діяльність, високий діловий ризик, знецінення та низька ліквідність активів. У такий період доцільніше здійснювати фінансування переважно за рахунок акціонерного капіталу. І навпаки, фірми зі стабільним фінансовим становищем та високими прибутками на фазі зростання можуть сміливо збільшувати долю боргового навантаження у фінансуванні своєї діяльності.

Але оскільки миттєво пристосувати діяльність та структуру капіталу компанії під нові ринкові вимоги здебільшого неможливо, запропоновано врахувати вплив циклів ділової активності на цільову структуру капіталу та побудовано алгоритм формування фінансової політики, яка б заздалегідь враховувала зміни в потребах фінансування та умовах його залучення.