

УДК 657.422.1

Лактионова А. А.

Закорко М. В.

Донецкий национальный университет

АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ ВНУТРЕННИХ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ И СТРУКТУРЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ

В статье на основе регрессионного анализа отечественных субъектов хозяйствования установлена взаимосвязь между внутренними детерминантами стоимости финансовых ресурсов и их приоритетами в выборе источников финансирования ими своей деятельности. В качестве факторов стоимости взяты: налоговый щит, агентский конфликт, кредитоспособность, перспективы роста, размер и структура активов, доходность деятельность, свободные денежные потоки.

Ключевые слова: стоимость финансовых ресурсов, структура финансирования, факторы стоимости.

Постановка проблемы. Выбор приоритетных источников финансирования определяет перспективы долгосрочного развития и относится к числу центральных проблем теории корпоративных финансов.

Анализ последних публикаций. Проблема выявления детерминантов структуры капитала в большей степени ставится зарубежными экономистами, в том числе российскими, занимающихся теоретическими и эмпирическими исследованиями в данной области научных знаний. К российским ученым принадлежат И. Ивашковская, И. Иванов, И. Белозеров, Н. Гайфутдинова, С. Герасимов, А. Животова, С. Григорьева, М. Кокорева, А. Степанова и др. Среди представителей европейских и американских школ, которые исследовали факторы структуры капитала, можно отметить П. Висманаса, А. Стефана М. Бейкера, Дж. Воглера, В. Кестера, Майерса и др.

Нерешенные части проблемы. Несмотря на достаточно обширные эмпирические исследования в данной области, многие вопросы остаются нерешенными. Открытым вопросом в этой области остается и эмпирические исследования закономерностей формирования приоритетов финансирования субъектов хозяйствования, функционирующих в условиях развивающегося финансового рынка. Таким образом, **целью статьи** является анализ влияния внутренних факторов стоимости (издержек) финансирования субъектов хозяйствования в Украине на структуру их источников финансовых ресурсов.

Изложение основного материала. Вследствие того, что стоимость финансовых ресурсов является ключевым критерием структуры финансирования, определенный потенциал имеет исследование взаимосвязи между данными показателями. Исходя из сложности непосредственного выявления такой взаимосвязи ввиду неявного характера множества стоимостных эффектов или издержек финансирования, такой анализ будем производить на основе исследования взаимосвязи стоимостных детерминантов и формируемой на уровне субъектов хозяйствования структуры финансирования в части определенной величины их левериджа. При этом в исходную выборку были включены 35 отечественных субъектов хозяйствования – публичных акционерных общества. В выборку вошли 4 металлургических комбината, 6 субъектов хозяйствования химической промышленности, 4 – топливно-энергетических, 21 – машиностроительных предприятий.

В качестве зависимых переменных формулируемых регрессионных уравнений были взяты следующие факторы, обуславливающие различные

виды издержек финансирования субъектов хозяйствования и, соответственно, влияющие на величину их левериджа:

- фактор потенциала использования налогового щита, оцениваемого на основе двух показателей – соотношения финансовых расходов к прибыли до выплаты процентов и налога на прибыль (Tax 1) и соотношения налога на прибыль к прибыли до налогообложения (Tax 2). Данные факторы лежат в основе теории компромисса источников финансирования, с точки зрения которой их рост стимулирует использование заемных финансовых ресурсов;

- фактор влияния агентских издержек, возникающих в отношениях менеджеров (агентов) и собственников (принципалов). Данный фактор оценивался на основе двух показателей: соотношения свободного денежного потока к активам (FCFR); соотношения операционных расходов к выручке от реализации (Oper). При этом показатель операционных расходов гипотетически положительно связан с уровнем агентских издержек компании и является опосредованным их измерителем, так как нецелевые расходы топ-менеджмента на удовлетворение частных выгод будут отражены в общих и административных расходах. Исходя из теории агентских издержек между такого рода издержками и финансовым левериджем должна прослеживаться отрицательная взаимосвязь – долг дисциплинирует менеджеров в части экономии ими на своих и других расходах компании. Аналогичная взаимосвязь должна прослеживаться и между показателем свободных денежных потоков и левериджем. Между тем, указанный показатель также отражает потенциал к самофинансированию своей деятельности субъектов хозяйствования за счет средств от операционной деятельности;

- фактор перспектив роста бизнеса субъекта хозяйствования (Growth), оцениваемого на основе соотношения рыночной и балансовой стоимости активов, влияет на снижение левериджа корпорации. Относительно направления прослеживаемой взаимосвязи между фактором перспектив роста и левериджем нет единства мнений: согласно теории иерархии источников финансирования между ними должна наблюдаться отрицательная связь [1-4], в соответствии с теорией компромисса – положительная [5-7];

- фактор недолгового налогового щита (Amort), оцениваемый на основе соотношения амортизационных расходов и активов. Амортизационные отчисления уменьшают базу налогообложения и являются субститутотом налоговых выгод. Взаимосвязь между недолговым налоговым щитом и левериджем должна быть отрицательной;

- фактор доходности деятельности (Rent) – согласно теории компромисса доходность увеличивает величину долга в результате роста способности использования налогового щита и кредитоспособности. И, наоборот, по мнению представителей теории иерархии источников финансирования такая взаимосвязь должна быть отрицательной – рост рентабельности увеличивает возможности самофинансирования, имеющего по их мнению меньшую стоимость использования, нежели привлечение внешних источников;

- фактор размера бизнеса субъекта хозяйствования (Size). Согласно положениям теории компромисса крупные компании сталкиваются с меньшим риском дефолта, следовательно, должны иметь больший финансовый рычаг. Подтверждает данное положение и теории агентских издержек. Вместе с тем, некоторые исследователи не исключают возможности существования обратной зависимости, объясняя это тем, что у крупных зрелых компаний больше возможностей реинвестировать прибыль в финансирование различных проектов;

- фактор структуры активов (NA), оцениваемый на основе показателя доли необоротных активов, которые формируют базу для залога при осуществлении займствований. Чем выше стоимость этого вида активов, тем больше возможностей имеет субъект хозяйствования в привлечении заемных средств;

- фактор кредитоспособности, оцениваемый на основе показателя покрытия финансовых расходов доходами субъекта хозяйствования (Pogr) – интерпретация его влияния на величину левериджа аналогична дискуссии о влиянии фактора доходности деятельности;

- фактор структуры собственности (Major), оцениваемый на основе доли собственного капитала, вложенного собственниками, которым принадлежит более 10% акционерного капитала компании.

В качестве зависимой переменной взяты поочередно два показателя левериджа, оцениваемого, как на основе только платных, так и на основе всех обязательств субъектов хозяйствования. Период исследования составил 2006-2012 гг. На основе полученных уравнений регрессии, рассчитаны средние значения коэффициентов регрессии по каждому из стоимостных факторов, представленных на рис. 1.

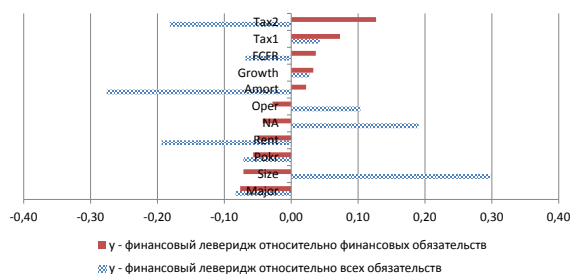


Рис. 1. Средние коэффициенты регрессии факторов стоимости финансовых ресурсов для субъектов хозяйствования относительно их влияния на финансовый леверидж за период 2006-2012 гг.

Исходя из представленных результатов на рис. 1 можно сделать заключение о существенном расхождении общего характера влияния факторов стоимости на величину долга субъектов хозяйствования в зависимости от его качества. Вместе с тем к факторам, поддерживающим гипотезу о следова-

нии определенной иерархии источников финансирования субъектами хозяйствования в Украине и получившим подтверждение по обоим видам левериджа, следует отнести: доходность деятельности, кредитоспособность, концентрацию собственности. В целом, их рост ведет к снижению заемного финансирования. Обращает на себя внимание и фактор налогового щита, подтверждающий гипотезу теории компромисса о существенном влиянии налогового мотива в привлечении платного долга. В 2008-2009 гг. регрессионный анализ показал наличие отрицательного влияния фактора налогового щита на финансовый леверидж, что также объясняется глубиной убыточностью предприятий – объектов исследования. Так, например, в 2009 году большая часть из исследуемых предприятий показали убыток. Закономерно и снижение влияния данного фактора со снижением ставки налога на прибыль – в 2012 г.

Несмотря на наблюдаемую синхронность во влиянии фактора роста, как с позиции всех обязательств, так и только платных, степень его значимости при формировании структуры финансирования очень низкая. Данный факт свидетельствует о несущественности рыночной оценки акций и, соответственно, рыночной оценки стоимости собственных финансовых ресурсов в принятии решений о структуре финансирования.

Не нашла свое подтверждение и гипотеза о влиянии агентского конфликта между менеджерами и собственниками. Одной из причин такого результата является высокая концентрация собственности в исследуемой выборке и, следовательно, превалирование агентского конфликта между крупными собственниками и миноритариями. Кроме того, показатель свободного денежного потока одновременно отражает способность субъекта к самофинансированию, что еще раз подтверждает гипотезу о наличии иерархии приоритетов в привлечении финансовых ресурсов с превалированием приоритетности собственного капитала.

Подтверждение гипотезы существования разрыва в стоимости внутренних и привлекаемых финансовых ресурсов (приоритета иерархии в источниках финансирования) также имеет место и во взаимосвязи фактора размера субъекта хозяйствования и величины платного долга, на что указывает отрицательное значение коэффициента регрессии. Крупный субъект хозяйствования, несмотря на имеющиеся возможности привлечения займов, использует в большей мере собственные ресурсы, либо другие источники заемного капитала (на что указывает значительный положительный коэффициент регрессии по общему левериджу).

Так как фактор размера субъектов хозяйствования получил подтверждение существенного влияния на структуру финансирования, определяя уровень их финансовых ограничений, целесообразно осуществить регрессионный анализ в разрезе крупных и менее крупных субъектов хозяйствования. При этом в исходной выборке в каждом периоде выделим часть крупных предприятий, показатель размера которых (оцениваемый как натуральный логарифм величины активов) выше значения его медианы.

На рисунке 2 представлены факторы стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, отличающихся по размеру. При этом установлено, что более крупные компании в среднем за рассматриваемый период имеют: а) несмотря на больший налоговый щит, меньший приоритет в привлечении заемного финансирования (как в

части финансового кредита, так и кредиторской задолженности) – структура финансирования близка к оптимальной (доля обязательств – 51%, соотношение долгосрочного долга и собственного финансирования – 1,05); б) большую доходность деятельности; в) большую кредитоспособность – прибыль покрывает финансовые расходы более чем в 7 раз (для меньших субъектов хозяйствования – 4,63); г) большую эффективность относительно операционных расходов (как признак меньшего агентского конфликта между менеджментом и собственниками) – соотношение таких расходов к выручке составило 76% (для меньших субъектов хозяйствования – 93%); д) большой налоговый щит; е) большую способность к самофинансированию – соотношение свободного денежного потока к выручке от реализации составляет 5% (у меньших по размеру субъектов хозяйствования – 2%); ж) большой налоговый щит; з) большие перспективы роста – соотношение рыночной стоимости активов к их балансовой стоимости составило 17,98 (у меньших по размеру субъектов хозяйствования – 2,14).

Таким образом, факторами, имеющими наибольший геш между значениями соответствующих показателей в разрезе более крупных и меньших по размеру субъектов хозяйствования, являются: структура финансирования (по показателям финансового левеиджа, оцениваемого на основе долгосрочных заемных ресурсов и всех платных обязательств), фактор агентских издержек или способности к самофинансированию, фактор налогового щита, кредитоспособности и перспектив роста. Исходя из того, что именно эти факторы подтвердили в проведенном выше анализе гипотезу о существовании иерархии финансирования и, соответственно, наличия разрыва в стоимости внутренних и привлекаемых финансовых ресурсов, можно заключить, что существование таких отличий в значениях показателей между выборками субъектов хозяйствования, различающихся своим размером, является основанием целесообразности дальнейшего исследования регрессионного уравнения взаимосвязи факторов стоимости финансовых ресурсов и установившихся приоритетов их использования.

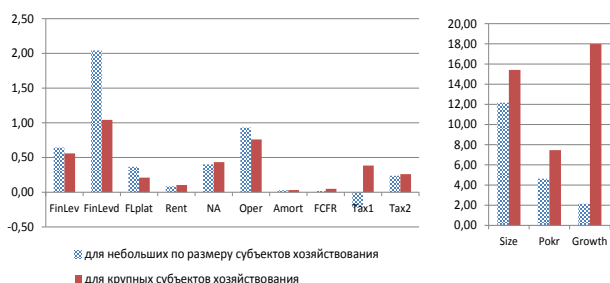


Рис. 2. Средние значения показателей, отражающих факторы стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, отличающихся по размеру, за период 2006-2012 гг.

Рассмотрение динамики указанных показателей субъектов хозяйствования за 2006-2012 гг. свидетельствует о сформировавшейся определенной тенденции их изменения в посткризисном периоде. Так, ввиду ухудшения финансового состояния субъектов хозяйствования, снижения величины их собственного капитала (как по балансовой, так и рыночной оценке), деловой активности, у предприятий наметились внутренние

предпосылки роста стоимости заемного финансирования: со снижением коэффициентов покрытия финансовых расходов и доли необоротных активов произошло ухудшение кредитоспособности. Несмотря на рост налогового щита в 2010 и 2012 гг., одновременно произошло снижение возможностей его использования в результате падения прибыли субъектов хозяйствования до выплаты процентов и налога.

Необходимо отметить также общий рост доли заемного финансирования в посткризисном периоде в обеих выборках субъектов хозяйствования. Для крупных предприятий свое максимальное значения показатель финансового левеиджа относительно всех обязательств достиг в 2010 г. – 67%, для менее крупных – в 2011 г. (71%). В значительной степени для последних увеличился и левеидж относительно долгосрочных обязательств и всех финансовых кредитов. Обращают на себя внимание также стремительное снижение рыночной оценки субъектов хозяйствования с соответствующим падением показателя перспектив роста до 0,89 в 2012 г., что также, вероятно, является свидетельством роста рыночной стоимости финансовых ресурсов с точки зрения предъявляемой к ним минимальной нормы доходности. Для таких субъектов хозяйствования также характерна низкая способность к самофинансированию ввиду низких значений чистого денежного потока от операционной деятельности, а также устойчиво низкая эффективность деятельности с позиции управления операционными расходами.

Далее рассмотрим результаты регрессионного анализа влияния факторов стоимости на приоритеты выбора субъектами хозяйствования платных заемных финансовых ресурсов в разрезе их групп по величине активов (рис. 3).

При этом, результаты регрессионного анализа нормированы исходя из значений среднеквадратических отклонений зависимых и независимой переменных.

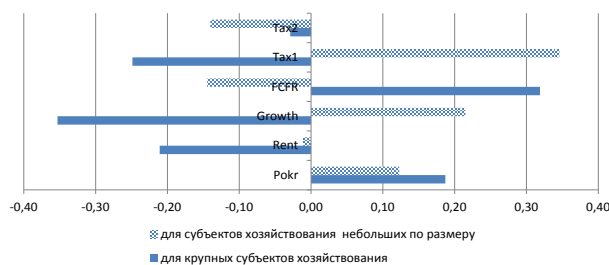


Рис. 3. Средние коэффициенты регрессии для субъектов хозяйствования, отличающихся размером, за период с 2006 по 2012 гг.

Для крупных субъектов хозяйствования наиболее значимыми факторами стоимости финансовых ресурсов, исходя из сложившихся приоритетов в формировании структуры финансирования субъектов хозяйствования стали:

- фактор способности к самофинансированию (средний коэффициент регрессии за период – 0,32), имеющий различный характер влияния в течение анализируемого периода: с ростом показателя чистого денежного потока от операционной деятельности наблюдалось снижение левеиджа в 2006, 2008 и 2012 г. В отличие от его влияния на крупных субъектов хозяйствования, довольно закономерно его проявление для меньших по размеру активов предприятий – снижение свободного денежного потока здесь, в целом,

стимулює рости довгого фінансування (коефіцієнт регресії за період – $-0,14$). Для цієї вибірки суб'єктів господарювання просліджується тенденція посилення такої залежності між долями платних зобов'язань і потенціалом до самофінансування, що підтверджує гіпотезу про наявність більш важливого для таких суб'єктів господарювання розриву між вартістю внутрішніх і привлеканих фінансових ресурсів;

- фактор перспектив зростання (середній коефіцієнт регресії за період – $-0,35$), являючись одним з детермінантів інформаційної асиметрії між суб'єктом господарювання і його кредиторами. Особливо сильно дана зв'язок спостерігалася в 2007, 2010 і 2011 гг. Аналіз також вказав на те, що для менших суб'єктів господарювання розмір компанії важливим чином змінює напрям впливу фактора перспектив зростання, що свідчить про розрив в інформаційній асиметрії в такій ситуації і, відповідно, зменшує частку позичкового фінансування;

- фактор доходності діяльності (середній коефіцієнт регресії за період – $-0,21$), підтверджуючий, в цілому, спостереження даними суб'єктами господарювання певної ієрархії пріоритетів фінансування з наявністю переваги використання власного фінансування. І, навпаки, зменшення доходності веде до збільшення обсягів позичкового фінансування. Така взаємозв'язок у менших за розміром суб'єктів господарювання практично не просліджується (середній коефіцієнт регресії за період – $-0,01$);

- фактор кредитоспроможності (середній коефіцієнт регресії за період – $0,19$), вказуючий на зростання позичкового фінансування і його частки в структурі джерел при зростанні спроможності до покриття доходів фінансових витрат суб'єк-

та господарювання. Максимально така взаємозв'язок спостерігалася в 2010 і 2012 гг. Практично не видно такої взаємозв'язок на рівні менших суб'єктів господарювання (середній коефіцієнт регресії за період – $0,12$);

- фактор податкового щита (середній коефіцієнт регресії за період – $0,42$) – величина ефективного ставки податкування (Tax2) є важливим фактором в використанні платного позичкового капіталу. Аналогічним чином, збільшення частки фінансових витрат в прибутку від операційної діяльності, виконує роль обмежувача в привертанні платних позичок. Особливо це відчувалося в 2006, 2007 і 2009 г.

Висновки і пропозиції. На основі проведеного аналізу можна зробити висновок, що вплив внутрішніх факторів на структуру фінансування обраних 35-ти суб'єктів господарювання України узгоджувалося з гіпотезою про наявність певної ієрархії в джерелах фінансування, коли найбільш використовуються наявні внутрішні джерела. В даній закономірності внутрішні детермінанти вартості відображають наявність розриву в витратах внутрішнього і зовнішнього фінансування в користь більш дешевого самофінансування. Незважаючи на наявний потенціал податкового щита, його використання при привертанні позичок обмежується нестабільною доходністю діяльності підприємств. Далі дослідження вимагають розгляду вибору пріоритетних джерел фінансування вітчизняних суб'єктів господарювання відносно використання ними інструментів привертання ними акціонерного капіталу, а також привертання коштів внутрішніх ринків капіталу, формуючихся всередині холдингових груп, отриманими достатньо широкою розповсюдженням серед великих вітчизняних підприємств.

Список літератури:

1. Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance* (46), 297-356.
2. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance* (43), 1-21.
3. Long, M., & Malitz, I. (1985). The investment-financing nexus: Some empirical evidence. *Midland Finance Journal*, 53-59.
4. Kester, W. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 5-16.
5. Lemmon, M., Roberts, M., & Zender, J. (2006). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. Working paper №881819, Social Science Electronic Publishing, Inc.
6. Barclay, M., Morellec, E., & Smith, C. (2006). On the debt capacity of growth options. *Journal of Business* (79), 37-59.
7. Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5), 147-175.
8. Myroshnichenko O. Determinants of capital structure of Ukrainian corporations / O. Myroshnichenko. National University «Kyiv-Mohyla Academy». Economics Education and Research Consortium. Master's Program in Economics. – 2004. – 1-53 p.

Лактіонова О. А.

Закорко М. В.

Донецький національний університет

АНАЛІЗ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ВНУТРІШНІХ ФАКТОРІВ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ТА СТРУКТУРИ ФІНАНСУВАННЯ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Резюме

У статті на основі регресійного аналізу вітчизняних суб'єктів господарювання встановлено взаємозв'язок між внутрішніми детермінантами вартості фінансових ресурсів та їх пріоритетами у виборі джерел фінансування ними своєї діяльності. В якості факторів вартості взято: податковий щит, агентський конфлікт, кредитоспроможність, перспективи зростання, розмір і структура активів, прибутковість діяльності, вільні грошові потоки.

Ключові слова: вартість фінансових ресурсів, структура фінансування, фактори вартості.

Laktionova A. A.

Zakorko M. V.

Donetsk National University

**ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN INTERNAL COST FACTORS
OF FINANCIAL RESOURCES AND FINANCING STRUCTURE OF BUSINESS ENTITIES**

Summary

On the basis of regression analysis of the relationship between internal cost factors of financial resources and financing structure of business entities have established. As the cost factors are taken: the tax shield, agency conflict, creditworthiness, growth prospects, the size and structure of assets yield activities, free cash flow.

Key words: cost of financial resources, the financing structure, cost factors.