

**Бабанина Н. В.**

Подольский государственный аграрно-технический университет

## ОСОБЕННОСТИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ОПТИМАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА АГРАРНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

### Резюме

Исследованы особенности определения оптимальной структуры капитала предприятий аграрного сектора. Обоснована необходимость оптимизации структуры финансовых ресурсов, направленных на формирование капитала предприятия. Рассмотрены особенности определения эффекта финансового рычага.

**Ключевые слова:** капитал, собственный капитал, заемный капитал, финансовый рычаг.

**Babanina N. V.**

Podilsky State Agrarian Technical University

## THE FEATURES OF DETERMINING THE OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE OF AGRICULTURAL ENTERPRISES

### Summary

The features of the definition of an optimal capital structure agricultural enterprises. The necessity of optimizing the structure of financial resources aimed at shaping the company's capital. The features determine the effect of financial leverage.

**Key words:** capital, equity capital, debt capital, financial leverage.

---

УДК 336.76

**Бабіченко В. В.**

ПАТ «Укртатнафта»

## СУПЕРЕЧНОСТІ СВІТОВОГО ФОНДОВОГО РИНКУ ТА ПРОБЛЕМИ РЕАЛІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ СТРАТЕГІЙ

У статті досліджено вплив процесів, що відбуваються на світовому фондовому ринку, на корпоративні стратегії. Виділено особливості емісійної політики корпорацій на фондовому ринку. Розкрито роль фондових бірж у розвитку сучасних корпорацій.

**Ключові слова:** глобалізація, корпоративна стратегія, фондовий ринок, цінні папери, структура капіталу.

**Постановка проблеми.** Вже з перших років незалежності перед Україною постали численні та складні завдання, пов'язані насамперед з пошуком місця нашої держави у глобальному вимірі. Така «невизначеність» об'єктивно була властива всім державам, що виникли на теренах колишнього СРСР, проте український шлях до світових стандартів політичного й економічного буття був і залишається надзвичайно непростим. Більше того, і надалі виникатимуть не менш значимі проблеми та перешкоди, значна частина яких стосується економічної сфери.

У цьому контексті слід звернути особливу увагу на функціонування вітчизняного корпоративного сектору. Світовий досвід однозначно доводить, що саме провідні корпорації можуть і повинні взяти на себе роль своєрідного рушія економічних реформ та інтеграційних процесів. Провідним фактором домінування корпорацій – є доступ до ресурсів фондового ринку за рахунок випуску різноманітних цінних паперів. Динаміка фондового ринку є одним із визначальних факторів для формування і реалізації корпоративних стратегій, тому дослідження їх взаємозв'язку є важливим теоретичним та прикладним завданням.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Лідуюча роль корпорацій обумовила і підвищений інтерес наукових кіл до дослідження їх феномену. Значна кількість праць науковців: Є. Брігхе-

ма, Р. Брейлі, З. Боді, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Росса, Дж. Тобіна, Ю. Фама – присвячена і корпоративним фінансам. У свою чергу, питання діяльності корпорацій на фондовому ринку розкрито в працях багатьох провідних вітчизняних вчених – І. Бланка, М. Грідчиної, Т. Лепейко, А. Поддєрьогіна, Б. Стеценка, В. Суторміної, В. Федосова та ін.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Утім слід об'єктивно визнати, що навіть існування величезного загалу наукових праць у царині корпоративних фінансів не дає можливості однозначно відповісти на цілий ряд питань. Це визначає необхідність перегляду існуючих підходів до формування стратегії корпорації в умовах волатильності глобального фондового ринку.

**Мета статті** – визначити практичні засади модифікації корпоративних стратегій під впливом суперечностей, що характерні для глобального фондового ринку.

**Виклад основного матеріалу.** На сучасному етапі фінансовий ринок являє собою складну та динамічну систему, яка зазнає активних змін і трансформацій. Значно зростають обсяги операцій із фінансовими інструментами, зміцнюються зв'язки між різними його сегментами, проте найдинамічнішим сегментом фінансового ринку є саме фондовий ринок. З кінця ХХ ст. на ньому спостерігаються численні інновації – техноло-

гічні, інституційні та інструментарні. Водночас, зазначимо, що глобальний фондовий ринок, навіть за таких умов, не є абсолютно монолітним утворенням, оскільки складається з різних «під-систем», у тому числі потужних фінансових центрів впливу (у цьому ряду передусім треба назвати Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Франкфурт, Париж, Токіо, Гонконг та ін.).

Для сучасного фінансового ринку характерні процеси, які в цілому відбивають зростання рівня економічної глобалізації. Одним із таких процесів, безумовно, є підвищення ролі ринку цінних паперів в економіці – «сек'юритизація» (від англ. securitization). У найбільш узагальненому підході сек'юритизація розглядається як зростання ролі цінних паперів (сек'юритизованих фінансових інструментів) в економічних процесах. Саме такі тенденції характерні для глобальної економіки з початку 80-х рр. минулого століття: у структурі світових фінансових активів найбільшу частку займають саме цінні папери (насамперед, корпоративні – акції та облигації). Цей показник коливається в межах 55-75%, але ніколи не опускається нижче 50% (рис. 1).

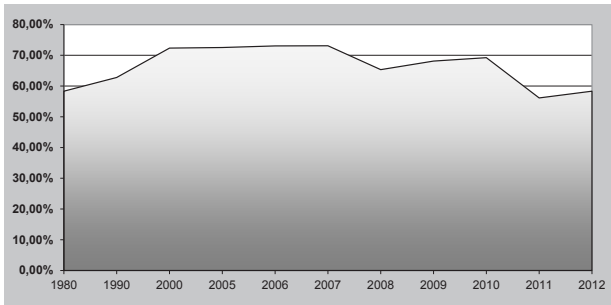


Рис. 1. Кількісна оцінка сек'юритизації глобального фінансового ринку (як частка цінних паперів у загальних фінансових активах), %

Джерело: складено автором за [1]

Окрім того зазначимо, що на сучасному етапі рівень зростання фінансових активів значно випереджає рівень зростання ВВП. Така ситуація почала виявлятися в останні 30–35 років. Відомі вчені, які досліджували цей процес, дійшли висновку, що хоча розвинені фінансові ринки відіграють важливу роль для економіки, їх подальший поступальний розвиток можна поставити під сумнів [2]. Доволі часто саме невіправдане зростання ринків, цінові дисбаланси між фінансовими та реальними активами є причиною глобальних економічних потрясінь (рис. 2).

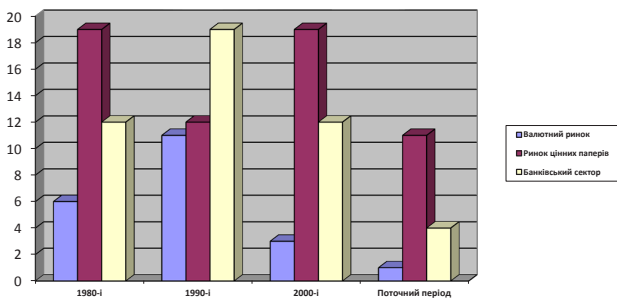


Рис. 2. Причини фінансових стресів глобальної економіки у 1980-2000 рр.

Джерело: складено за [3]

Окрім того, останнє десятиліття ХХ ст. та початок нинішнього століття характеризувалися швид-

кими змінами на фондовому ринку, збільшенням обсягу емісій та масштабів торгівлі. Проте часті кризи (наприклад, 1998 та 2008 рр.) стримували розвиток операцій насамперед на ринку акцій, зменшуючи капіталізацію, як окремих елементів, так і окремих національних ринків. При цьому значні коливання рівня капіталізації (а з ним і збільшення рівня ризику) притаманні як ринкам зі столітньою історією (зокрема, Великої Британії, Німеччини, Франції та Австрії), так і відносно молодим ринкам (Польщі, Ірландії) (рис. 3).

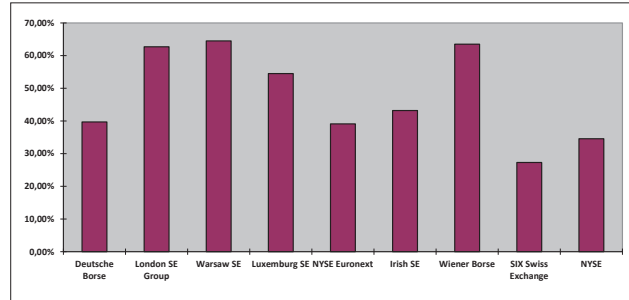


Рис. 3. Волатильність показника капіталізації окремих фондових бірж, %

Джерело: складено автором за [4]

Важливим аспектом досліджуваного питання є визначення ролі акцій у фінансуванні валових інвестицій. Загалом частка нових емісій акцій у фінансуванні капітальних вкладень незначна. Найбільш вона традиційно в англосаксонських країнах: у Великій Британії, США. Проте вона зменшилася з 19,4% у 1996 р. до 9,8% у 2010 р. у США і з 18,0% до 17,2% – у Великій Британії, що відбиває кризовий стан економіки у цей період. Мінімальна частка фінансування інвестицій через випуск акцій характерна для Німеччини – 0,1% [4].

Загалом можна зробити висновок, що сучасний фондовий ринок формує, як значні конкурентні переваги для корпоративного сектору у вигляді доступу до величезних за своїми обсягами безстрокових ресурсів, так і масштабні ризики, пов'язані з періодичними кризами, які здатні призвести до банкрутства навіть найстійкіші корпорації.

Управління фінансами сучасних корпорацій вже неможливо уявити без тісної взаємодії з різноманітними суб'єктами фінансової інфраструктури, серед них за своїм значенням та роллю, виділяються фондові біржі. За організацією торгівлі цінними паперами розрізняють біржовий та позабіржовий ринки. Біржовий ринок – це організований ринок цінних паперів, де операції з купівлі-продажу здійснюються відповідно до встановлених правил. Позабіржовий ринок – це ринок, на якому операції купівлі-продажу цінних паперів здійснюються поза межами приміщення біржі. Єдиних пропорцій між зазначеними сегментами в різних країнах не існує. У США співвідношення біржового і позабіржового ринків акцій становить 80–20%, у Японії – 90–10%.

Згідно із законодавством різних країн до основних елементів біржової торгівлі цінними паперами належать такі:

- допуск і вилучення цінних паперів до/з обігу на фондовій біржі;
- визначення способів біржової торгівлі, тобто способів укладення угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржової торгівлі;
- визначення видів угод, які можуть укладатися на біржі;

- встановлення кола учасників біржової торгівлі;
- встановлення порядку оформлення біржових угод;
- визначення порядку виконання доручень клієнтів щодо продажу чи купівлі цінних паперів, які котируються на фондовій біржі.

У практичній площині вибір фондової біржі корпорацією пов'язаний із пошуком відповідей на такі питання:

1. Потенціал фондової біржі з погляду її здатності «поглинути» значну кількість цінних паперів багатьох емітентів протягом відносно короткого періоду. По суті, мова йде про здатність фондової біржі сформувати необхідний попит на фінансові інструменти, які емітуються корпорацією з боку різних інвесторів.

2. Репутація фондової біржі, як організованого сегмента ринку, що може забезпечити якісний відбір фінансових інструментів та рівень кваліфікації інвесторів, має технологічні умови для організації торгівлі тощо.

3. Вимоги щодо лістингу для емітента та його фінансових інструментів, постлістингові вимоги, а також вимоги, що висуваються до інших учасників біржового ринку.

4. Орієнтація біржі на організацію торгівлі певними видами фінансових інструментів, її конкурентне місце з погляду концентрації потоків капіталу.

Разом з тим, як уже зазначалося, сучасний етап розвитку глобальної економіки характеризується розвитком потужних фінансових центрів, основою яких найчастіше є фондові біржі. Такий процес зовсім не випадковий: саме біржі за рахунок концентрації значних капіталів здатні забезпечити появу поряд із собою й інших суб'єктів фінансової інфраструктури – інвестиційних банків, депозитаріїв, інвестиційних фондів, страхових компаній тощо.

Для дослідження впливу тенденцій фондового ринку на корпоративну стратегію було проаналізовано дані щодо 14 світових ТНК, які представляють фінансовий сектор, автомобілебудування, нафтогазову промисловість (табл. 1).

Незважаючи на місце своєї реєстрації, провідні корпорації намагаються забезпечити котирування своїх цінних паперів на провідних біржах, що не в останню чергу є наслідком їх високої репутації у фінансових колах. Переважна більшість досліджуваних нами компаній здійснила IPO вже досить давно, при цьому місцем розміщення обрали провідні біржі – Deutsche Bourse (Франкфурт) та NYSE (Нью-Йорк).

При цьому варто звернути увагу на:

- по-перше, кількість лістингових емітентів на Нью-Йоркській фондовій біржі значно пере-

Таблиця 1  
Біржі, на яких було здійснено IPO провідними ТНК

Компанія	Біржа
<b>Автомобільна промисловість:</b>	
• Daimler AG;	Deutsche Bourse
• Ford Motor Company;	NYSE
• Toyota Motor Corporation;	NYSE
• Volkswagen;	Deutsche Bourse
<b>Нафтогазовий сектор:</b>	
• BP plc;	NYSE
• Exxon Mobil Corporation;	NYSE
• Petrobras Argentina S.A.;	NYSE
• PetroChina Company Limited;	NYSE
• Royal Dutch Shell plc;	NYSE
<b>Фінансовий сектор:</b>	
• Berkshire Hathaway Inc.;	NYSE
• Citigroup Inc.;	NYSE
• JPMorgan Chase & Co.;	NYSE
• Wells Fargo & Company	NYSE
• ICBC	NYSE

Джерело: складено автором за даними звітності компаній

важає аналогічні показники для Deutsche Bourse (зокрема, у 2012 р. – на 1068 емітентів). Це є свідченням, зокрема, суттєвої різниці між англосаксонською та континентальною моделями корпоративного управління;

- по-друге, в окремі періоди можливе зниження кількості емітентів у лістингу. Такі тенденції ще раз підкреслюють, що роль фондової біржі полягає не тільки в концентрації торгівлі та забезпеченні технологічних й організаційних умов її проведення. Біржа повинна також забезпечувати і «відбір» цінних паперів, у тому числі використовувати процедуру делістингу в разі суттєвого погіршення фінансового стану емітентів.

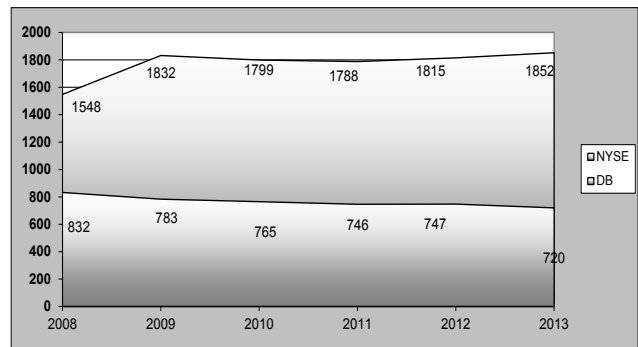


Рис. 4. Кількість лістингових емітентів в котирувальних листках DB та NYSE

Джерело: складено автором за даними WFE [4]

Таблиця 2  
Вимоги до компаній та характеристика фондових бірж

Обов'язкові критерії	NYSE (Нью-Йорк)	LSE (Лондон)	Deutsche Boerse (Франкфурт)
Мінімальна ринкова капіталізація	\$500-750 млн.	£0,7 млн.	€1,5 млн.
Мінімальна кількість акціонерів	2000 (5000)	немає	немає
Кількість акцій в обігу	1,1 млн.	25% від загального числа	немає
Надання фінансової звітності	раз на півроку	щоквартально	щоквартально
Кількість компаній в лістингу	~2750	~3100	~900
Капіталізація біржі	\$16 трлн.	£4,1 трлн.	€1,2 трлн.
Середня вартість розміщення	від 8,6%	5-7%	5-7%

Джерело: систематизовано автором за даними фондових бірж

Як ми бачимо з табл. 2, найвищі вимоги серед наведених бірж щодо показників діяльності компаній висуває Нью-Йоркська біржа. Проте й можливості щодо залучення капіталу там є найвищими.

Зрозуміло, що всі зазначені чинники суттєво відбиваються і на фінансовій діяльності корпорацій, насамперед через ціну акцій як ринкову оцінку пайових фінансових інструментів, емітованих корпорацією. Разом з тим питання про такий зв'язок та його оцінку залишається відкритим. Останні події на фондових ринках поставили під сумнів ефективність механізмів ціноутворення на сучасних фондових біржах. Тобто ситуація, коли існуюча ринкова ціна не відповідає «справедливій» ціні, цілком імовірна.

У контексті оцінювання тенденцій ринку акцій слід звернути увагу на формування показника курсової дохідності. Для досліджуваних ТНК станом на початок 2013 р. цей показник був таким (рис. 5).

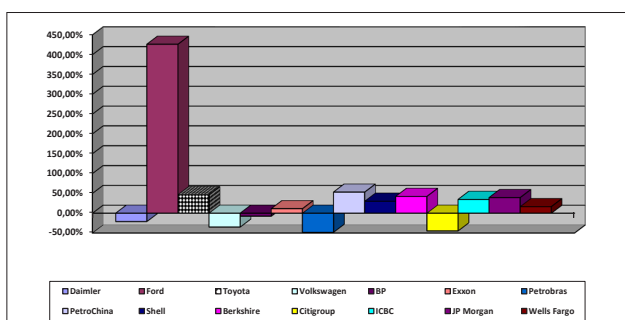


Рис. 5. Курсова дохідність акцій корпорацій вибірки станом на початок 2013 р., %

Джерело: складено автором за даними звітності компаній

Підкреслимо, що дев'ять ТНК продемонстрували дохідність нижчу від дохідності ринку, інші сім – вищу. При цьому встановити чітких галузевих залежностей не можна. Зокрема, дві компанії автомобілебудування мають курсову дохідність акцій нижчу порівняно з дохідністю біржового індексу, проте інші дві корпорації – вищу дохідність.

Неоднозначний характер тенденцій на фондовому ринку призводить до того, що більшість корпорацій активно використовували нерозподілений прибуток як джерело фінансування, про що, зокрема, свідчить розрахункове значення індексу зміни нерозподіленого прибутку за досліджуваний період. Корпорації намагаються максимально використати можливості самофінансування, особливо яскраво ці тенденції проявилися в період кризи та в посткризовий час, оскільки доступ до джерел фінансування суттєво знизився.

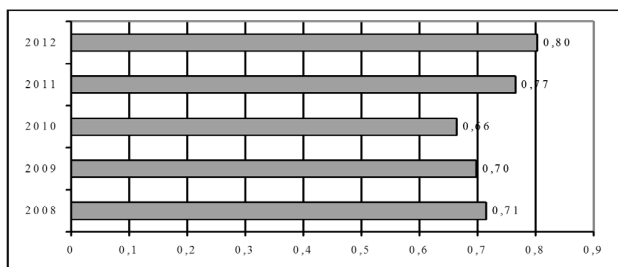


Рис. 6. Частка нерозподіленого прибутку корпорацій вибірки у власному капіталі станом на початок 2013 рр.

Джерело: складено автором за даними звітності компаній

Нарощування обсягів нерозподіленого прибутку досліджуваних корпорацій призводить і до поступового зростання його обсягів у структурі власного капіталу корпорацій (рис. 6).

Своєрідною була і реакція корпоративного сектору стосовно питання боргового фінансування на описані кризові явища у світовій економіці (рис. 7).

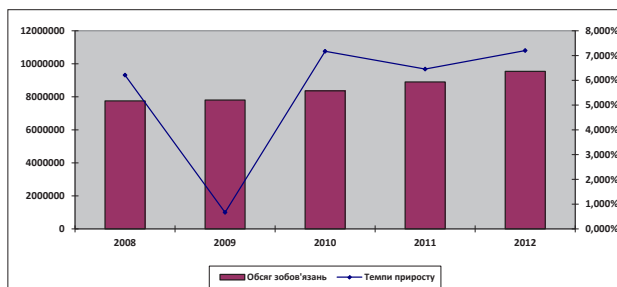


Рис. 7. Тенденції зміни обсягів зобов'язань корпорацій вибірки у 2008–2012 рр., млн. дол., %

Джерело: складено автором за даними звітності компаній

Як видно з рис. 6, навіть у періоди глобальної економічної кризи провідні корпорації продовжували накопичувати борги у власній структурі капіталу. Зокрема, у 2008 р. темпи приросту зобов'язань становили близько 6%, у 2009 р., зважаючи на об'єктивне погіршення кон'юнктури світового боргового ринку, зобов'язання зросли, але менш ніж на 1%, надалі щорічні темпи приросту зобов'язань становили 6–7%. Зрозуміло, що перебіг глобальної кризи у 2008–2009 рр. значно погіршив умови запозичень на ринках боргового капіталу для корпорацій, проте навіть це не зупинило менеджерів провідних ТНК у бажанні використовувати борговий капітал.

**Висновки і пропозиції.** Необхідною передумовою розвитку корпоративних фінансів на сучасному етапі є функціонування ефективного фондового ринку. Як суб'єкт фондового ринку, корпорація може виконувати цілий ряд функцій, разом з тим визначальна й домінуюча її роль – емісія цінних паперів. Ринки корпоративних цінних паперів є невід'ємною частиною глобального фондового ринку. Саме за рахунок їх емісії корпорації отримують можливість залучати капітал та вирішувати масштабні виробничі завдання. У той же час, фондові ринки призводять до суттєвих модифікацій у корпоративних стратегіях.

У практичній площині рішення щодо структури фінансування сучасних корпорацій мають значні особливості. Насамперед, привертає увагу невинуватиме накопичення боргів у корпоративному секторі. Фактично склалася ситуація, коли саме борговий капітал розглядається як домінуюче джерело фінансування корпорації, а не додатковий випуск акцій. У результаті виникає серйозна проблема, наслідки якої виходять за межі корпоративного сектору – відбувається формування «боргової бульбашки» як на рівні фінансового сектору, так і на рівні урядів та нефінансових корпорацій. Як неодноразово доводив досвід, це призводить до виникнення кризових явищ, а інколи і до банкрутства провідних світових корпорацій.

Потужні промислові корпорації фактично відмовилися від додаткового випуску акцій як джерела фінансування, а збільшення акціонерного капіталу відбувається в процесі тезаврації отриманого чистого прибутку. Така практика властива корпораціям уже протягом кількох десятиліть.



Незважаючи на всі проблеми, тільки фондовий ринок здатний забезпечити корпоративний сектор необхідними ресурсами. Отже, не існує підстав для зміни пріоритетів у цьому питанні.

#### Список літератури:

1. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. – Washington, 2013.
2. Rajan R. G. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD Economics Department Working Papers. – 2000. – No. 265 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.oecd.org.
3. Каменщик Д. Глобальный финансовый кризис в контексте закономерностей развития мировой экономики / Д. Каменщик // Экономические науки. – 2012 – № 6. – С. 49–56.
4. World Federation of Exchanges. WFE 2012 Market Highlights. – 2013.

**Бабиченко В. В.**

ПАО «Укртатнефть»

#### ПРОТИВОРЕЧИЯ МИРОВОГО ФОНДОВОГО РЫНКА И ПРОБЛЕМЫ РЕАЛИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ

##### Резюме

В статье исследуется влияние процессов, которые происходят на мировом фондовом рынке, на корпоративные стратегии. Выделены особенности эмиссионной политики корпораций на фондовом рынке. Раскрыта роль фондовых бирж в развитии современных корпораций.

**Ключевые слова:** глобализация, корпоративная стратегия, фондовый рынок, ценные бумаги, структура капитала.

**Babichenko V. V.**

PJSC «Ukratnafta»

#### CONTRADICTIONS OF WORLD STOCK MARKET AND REALIZATION PROBLEMS OF CORPORATE STRATEGIES

##### Summary

This article deals with the influence of ongoing processes on the world stock market on the corporate strategies. The features of corporations' emission policy on the stock market are distinguished. The role of stock exchange in the development of modern corporations is disclosed.

**Key words:** globalization, corporate strategy, stock market, securities, capital structure.

УДК 657.2:330.131.5:631.11

**Бездушна Ю. С.**

Національний науковий центр «Інститут аграрної економіки»

#### ФІНАНСОВО-МАЙНОВІ АСПЕКТИ ПІДВИЩЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ СІЛЬСЬКОГОСПОДАРСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЇ

Стаття присвячена пошуку нових науково-методичних підходів до підвищення інвестиційної привабливості сільськогосподарських підприємств з урахуванням потреби залучення іноземних інвестицій в галузь в умовах глобалізації. Узагальнено фінансово-майнові показники інвестиційної привабливості та визначено роль фінансової звітності у їх покращенні. Зокрема, обґрунтовано поняття «капіталізації підприємства», як грошового вираження вартості економічного суб'єкта та основного фінансово-майнового показника його інвестиційної привабливості. Запропоновано шляхи підвищення капіталізації сільськогосподарських підприємств через оцінку та представлення у звітності головних капіталоформуючих активів сільськогосподарських підприємств: землі; біологічних активів, сільськогосподарської продукції та інтелектуальної власності.

**Ключові слова:** сільське господарство, інвестиційна привабливість, оцінка, капіталізація, фінансова звітність.

**Постановка проблеми.** Глобалізація – одна з головних тенденцій у розвитку сучасного світу, що суттєво впливає на економіку країн, як розвинутих так і тих, що розвиваються. Україна також цілеспрямовано рухається в напрямку інтеграції у світову економіку. У наукових колах активно обговорюються економічні та соціальні наслідки і перспективи глобалізаційних процесів і, зокрема, процесу євроінтеграції (І. Артьомов, К. Баранцева,

О. Бородкіна, З. Варналій, Т. Ващук, В. Власов, О. Гальцова, Г. Друзенко, Я. Жаліло, С. Кваша, В. Колесов, Ю. Лупенко, Д. Ляпіна, В. Нижник, О. Позняк, Є. Раздорожний, П. Саблук, Б. Супіханов, А. Філіпенко, К. Шинкарук, О. Шниркова). Академік НААН Ю. Лупенко відмічає, що вигоди від вступу України в ЄС в аграрному секторі очевидні: «гарантований збут, платоспроможний попит, мультиплікативний ефект для розвитку