

УДК: 338.001.36

*О.Г. Бедратенко*

## РОЛЬ ЗАЛУЧЕННЯ БОРГОВОГО КАПІТАЛУ У ФІНАНСУВАННІ ЗРОСТАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Стаття присвячена дослідженню питання структури капіталу провідних підприємств України різних галузей економіки та вивченню впливу залучення цими підприємствами боргових ресурсів на зростання масштабів їх діяльності. У роботі проаналізовані тенденції структури капіталу відповідно до галузей, у яких працюють ці підприємства. Також наведено попередні результати, що свідчать про позитивну залежність зростання підприємств від зростання товарних кредитів у структурі залучених коштів підприємств.

The article researches the issues of capital structure of leading Ukrainian companies in various economy sectors and looks into the impact of leverage dynamics on growth of these companies. The work analyses the capital structure patterns in relation to economy sectors, in which the companies operate. Also, preliminary result is given in support of the positive relation between increase in trade credit attracted by the companies and growth of these companies.

Ключові слова: структура капіталу підприємств, ієрархія фінансів, компромісна теорія капіталу, леверидж, товарний кредит, асиметрична інформація.

В умовах ринкової економіки жодна підприємницька діяльність не може відбуватися без залучення зовнішнього фінансування у формі боргових коштів, або нового капіталу. Дослідження взаємозалежності фінансових та реальних рішень, прийнятих на підприємстві, є важливим для розуміння того, як відбувається фінансування зростання підприємства і які джерела інвестування відіграють провідну роль. Актуальність цього питання зумовлена увагою, що приділяють підвищенню ефективності залучення інвестицій на підприємства.

Метою статті є систематизування теоретичних підходів до проблеми джерел фінансування зростання підприємств і, зокрема, ролі боргового капіталу, а також досліджен-

ня питання фінансування зростання провідних підприємств України на основі базових положень цих теоретичних підходів.

Проблеми розвитку підприємств та залучення інвестицій на підприємства є предметом досліджень таких іноземних вчених, як К. Майєр [11], Р. Рагхурам та Л. Зінгалес [12], Подолякін [8], та вітчизняних вчених: В. Геєць [3], О. Ястремського [6; 7], Я. Жаліло [4], А. Шегда [2] та ін. Водночас недостатньо вивчені питання чинників, що визначають структуру капіталу, наявності оптимальної структури капіталу відповідно до специфіки галузі, в якій працює компанія, а також впливу обмежень стосовно прийняття фінансових рішень на реальні рішення підприємства і його зростання.

Теорію структури капіталу визначають дві основні моделі, які описують взаємозв'язок фінансових та реальних рішень на підприємстві та можуть застосовуватися для пояснення взаємозв'язку структури капіталу та специфіки роботи галузі [8]. Згідно з моделлю компромісної структури капіталу, підприємства визначають оптимальний рівень левериджу, зважаючи витрати та переваги від залучення додаткового боргу. Такими перевагами, наприклад, є залучення грошового потоку для фінансування інвестицій, а також, у деяких країнах, отримання податкових переваг на сплату відсотків за боргом. Витрати — це ризик кошовного банкрутства, проблеми конфлікту між інтересами акціонерів та кредиторів, коли останні отримують можливість впливати на рішення компанії. Інша модель — модель ієрархії фінансів, розроблена К. Майєрсом [цит. за 11]. Згідно з цією моделлю, через існування асиметричної інформації компанії мають пріоритети у виборі форми фінансування. Підприємства завжди надаватимуть перевагу внутрішнім джерелам фінансування та залученню боргових коштів над залученням капіталу, бо існує ризик втрати контролю та власності у підприємстві. Наведені моделі вважаються альтернативними, однак у найновіших працях переважає погляд, згідно з яким ці моделі доповнюють одна одну й описують різні аспекти рішень щодо фінансування. Відповідно до висновку Е. Фама і К. Френч: «Отже, можливо, час припинити змагання емпіричних даних між ними як окремими описами структури капіталу. Можливо, найкраще розглядати ці моделі як такі, що доповнюють одна одну і кожна відображає частину правди і допомагає пояснити певні аспекти рішень про фінансування» (10, р. 580–581). Барклай та Сміт [цит. за 10] також зазначають, що хоча теорія ієрархії фінансів не здатна пояснити повний спектр рішень щодо фінансування, це не означає, що інформаційні витрати не важливі для прийняття корпоративних рішень.

Отже, аналізуючи взаємозв'язок фінансових та реальних рішень, варто використовувати обидві моделі. У цій статті застосовано основні постулати як компромісної теорії капіталу при аналізі рівня левериджу залежно від специфіки галузі, так і положення моделі ієрархії фінансів при дослідженні залежності зростання підприємства від рівня його боргового левериджу та елементів боргового капіталу.

Завдання даної статті — дослідити, чи відповідають реальності базові положення наведених вище теоретичних підходів до діяльності провідних підприємств України за 2010 р., визначених за рейтингом «Топ-100», «Інвест газети» — одного з найбільш поважних рейтингів України, складеного відповідно до балансових показників про розмір підприємств, чистий дохід, чистий прибуток, експорт та імпорт та експертного опитування [5] на основі даних фінансової звітності компаній, наведених у базі даних Державної комісії з цінних паперів [1].

Для загальної характеристики структури капіталу компанії доцільно використовувати показник боргового левериджу за балансовою вартістю. Показник визначається як відношення загальної балансової вартості зобов'язань компанії (D), включаючи як поточні, так і довгострокові зобов'язання, до балансової вартості всіх активів (A). У таблиці 1 наведено середні показники боргового левериджу для цих підприємств за 10 років — з 2001 р. по 2010 р., у середньому по галузі, а також стандартне відхилення з метою характеристики (табл. 1).

Таблиця 1

**Леверидж деяких провідних підприємств України в середньому за галузями, за період 2001–2010 рр. (розробив автор на основі [1])**

Галузь	Середній леверидж (Debt/Asset)	Стандартне відхилення
Будівництво	0,07	0,003
Торговельна діяльність	0,82	0,28
Машинобудування	0,37	0,14
Виробництво харчових та табачних продуктів	0,9	0,27
Виробництво електроенергії	0,68	0,1
Виробництво нафтохімічних продуктів	0,51	0,26
Металургія	0,34	0,1

Різниця між підприємствами різних галузей за рівнем боргового навантаження є істотною. Специфіка роботи таких галузей, як торгівля та харчова промисловість, зумовлюють більше залучення боргових коштів. Водночас металургія та машинобудування характеризуються меншим борговим навантаженням. З таблиці також видно, що галузі відрізняються одна від одної за рівнем стандартного відхилення. Порівняно невелике стандартне відхилення означає, що різниця між борговим навантаженням провідних компаній у галузі є невеликим і навпаки. Такі дані співвідносні з теорією компромісної структури капіталу (трейд-оф), згідно з якою підприємства прагнуть до певної оптимальної структури капіталу.

Збільшення боргового левериджу є важливим чинником залучення коштів для втілення інвестицій. Якщо залучення боргу дозволяє генерувати додаткову виручку, якої більш ніж достатньо для обслуговування цього боргу, таке залучення вважається доцільним, адже воно є вигідним для акціонерів, власників підприємства. Відповідно до теорії ієрархії фінансів, якщо підприємству не вистачає власних коштів для інвестування, то воно надаватиме перевагу залученню боргових коштів над залученням капіталу з огляду на великі ризики, пов'язані з асиметричною інформацією і ризиком втрати контролю у випадку випуску акцій [12].

Отже, досліджуючи джерела залученого капіталу варто насамперед дослідити залучення боргового капіталу підприємствами. Відповідно до позиції Харіса та Равів (1991), консенсусним є такий погляд: «Леверидж зростає зі зростанням основного капіталу, інвестиційних можливостей та розміру підприємства і спадає при волатильності, витратах на рекламу, ймовірності банкрутства, зростанні прибутковості та уніфікації товару» [цит. за 12]. З погляду залучення коштів для фінансування зростання підприємства найбільш ціка-

вим є дослідження кореляції між левериджем та розміром підприємства. Крім появи можливостей для інвестування, позитивна залежність полягає у тому, що більші фірми є більш диверсифікованими і більш фінансово стійкими. Отже, розмір підприємства (обрахований, як логарифм виручки) має бути протилежним за знаком заміником ймовірності банкрутства. Якщо це твердження справедливе, розмір підприємства повинен мати позитивний вплив на залучення боргу [12]. Розмір підприємства також характеризує наявність інформації, яку мають зовнішні інвестори про компанію, що сприятиме залученню нового капіталу, щодо залучення нового боргу. Однак згідно з теорією ієрархії фінансів (pecking order) через наявність асиметричної інформації і ризику втрати контролю підприємство буде завжди надавати перевагу залученню боргу над залученням нового капіталу.

Показником, що характеризує зростання масштабів діяльності підприємства, є динаміка доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) [9]. Джерелом даних є річні звіти про фінансові результати, подані підприємствами тієї ж вибірки до Державної комісії з цінних паперів за період з 2001 по 2010 рр. [1]. З огляду на обмежену наявність даних загальний борг та активи оцінюються тільки за балансовою вартістю, на відміну від практики досліджень даних країн «Великої сімки», де оцінюється не тільки балансовий леверидж, але і ринкова оцінка активів та боргу компаній. Кореляція між виручкою підприємств та борговим левериджем (Debt/Asset) досліджують для кожного з підприємств вибірки за період 2001–2010 рр. за такою моделлю лінійної регресії:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2(D/A) + u_i,$$

де  $Y_i$  — логарифм виручки підприємства  $\ln Sales$ ,  $D/A$  — відношення балансової вартості всіх зобов'язань підприємства до активів. Дані стосовно коефіцієнту  $\beta_2$  для значимих регресій, де  $R^2$  перевищує 0,6 та середнє  $R^2$  регресій, наведено в табл. 2.

Таблиця 2

**Взаємозв'язок розміру підприємства та левериджу деяких провідних підприємств України в середньому за галузями, за період 2001–2010 рр. Результати регресії (розробив автор на основі [1])**

Галузь	Коефіцієнт $\beta_2$ для значимих регресій (інтервал)	$R^2$ регресій, середнє
Торговельна діяльність	((-5) – 5)	0,6
Машинобудування	(6–5)	0,4
Виробництво харчових та тютюнових продуктів	((-3) – 6)	0,5
Виробництво електроенергії	(4–5)	0,5
Виробництво нафтохімічних продуктів	–	0,3
Металургія	–	0,15

Тільки у 35 % відсотків підприємств кореляція між борговим навантаженням та розмірами компанії була статистично важливою, де  $R^2$  перевищує 0.7. Отже, не можна говорити про наявність кореляції між загальним борговим навантаженням та зростанням компанії у більшості українських компаній. Також коефіцієнт при  $D/A$  у значимих регресіях набуває то негативного, то позитивного значення. Ймовірно, різні елементи боргової структури мають різний вплив на зростання підприємства. Емпіричні дослідження взаємозв'яз-

ку між борговим навантаженням та розмірами компанії, проведених у США та країнах «Великої сімки» (Paгхурам), виявляють позитивну залежність між цими показниками в США та країнах «Великої сімки», крім Німеччини [12]. Різниця в інституціональних структурах є одним із чинників, який пояснює різницю в структурі капіталу, яка є більш розповсюдженою в тій чи іншій країні. Отже, є різні чинники, які впливають на взаємозв'язок між розміром підприємства та борговим навантаженням на нього.

Варто розглянути вплив різних елементів боргової структури підприємств на їх зростання. Такими елементами є довгострокові зобов'язання, короткострокові зобов'язання, зокрема кредиторська заборгованість. Серед усіх елементів боргової структури тільки у 1 % підприємств нашої вибірки статистично важливу кореляцію виявлено у зростанні підприємства та довгострокового боргу. Стратегія цих підприємств не є звичайною для економіки України. Прикладами підприємств, які обрали шлях фінансування власного розвитку шляхом залучення довгострокових боргових коштів, була компанія «Укртелеком» ( $R^2$  відповідної регресії — 0,8), яка протягом 10 років (2001–2010 рр.) активно залучала кредити банків для фінансування зростання. Іншим прикладом підприємства, яке обрало таку стратегію, став Алчевський металургійний завод ( $R^2$  відповідної регресії — 0,87), який швидко нарощував довгострокові кредити банків у 2005–2010 рр. Ця стратегія не стала оптимальною з огляду на фінансову кризу кінця першого десятиліття XXI ст. Ризики, пов'язані з борговим навантаженням, призвели до того, що при зміні структури власності цих компаній колишні власники, за оцінками експертів, не отримали оптимальної ціни.

У ході дослідження впливу окремих елементів структури боргу на зростання компаній виявлено, що для 80 % підприємств вибірки статистично важливою є кореляція між розміром компанії (виручка) та товарним кредитом, а саме — кредиторською заборгованістю (табл. 3).

Кореляція між виручкою підприємств та товарним кредитом для підприємства (ТС) досліджено для кожного з підприємств вибірки за період 2001–2010 рр. за такою моделлю лінійної регресії:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 TC + u_i,$$

де  $Y_i$  — виручка підприємства,  $TC$  — кредиторська заборгованість підприємства. Дані стосовно коефіцієнту  $\beta_2$  для значимих регресій, де  $R^2$  перевищує 0,6 та середнє  $R^2$  регресій, наведено в табл. 3.

Таблиця 3

**Взаємозв'язок розміру підприємства та товарного кредиту деяких провідних підприємств України в середньому за галузями, за період 2001–2010 рр.  
Результати регресії (розробив автор на основі [1])**

Галузь	Коефіцієнт $\beta_2$ для значимих регресій (інтервал)	$R^2$ регресій, середнє
Будівництво	(6–9)	0,63
Торгівельна діяльність	(2,5–6,6)	0,86
Машинобудування	(2,4–14,5)	0,7
Виробництво харчових та тютюнових продуктів	(1,6–12,5)	0,77
Виробництво електроенергії	(5)	0,35
Виробництво нафтохімічних продуктів	(5,5)	0,44
Металургія	(2,3–12)	0,42

Для більшості підприємств залежність між зростанням та товарним кредитом є істотною, що підтверджує гіпотезу про те, що залучення зовнішніх ресурсів провідними підприємствами України, зокрема у формі товарного кредиту, є важливим чинником зростання цих підприємств. В усіх випадках коефіцієнт при незалежній змінній (ТС) є позитивним. Отже, залучення товарного кредиту має позитивний вплив на зростання підприємств. З наведених даних можна зробити попередній висновок про те, що ця залежність наявна у компаній, орієнтованих на внутрішній ринок, та галузях, де чинник адміністративного цінового регулювання не є суттєвим. Для енергетичної, нафтової та металургійної галузей такі чинники, як експортна ціна на продукцію, зміни у внутрішньому ціновому регулюванні, мають більший вплив на зростання масштабів діяльності, ніж залучення боргових коштів. Однак навіть у цих галузях є ряд компаній, для яких кореляція між виручкою та товарним кредитом є статистично важливою.

Отже, на підставі аналізу даних про діяльність деяких провідних підприємств України чинниками, які зумовлюють схильність до прийняття тієї чи іншої структури капіталу, є не тільки активна робота банків з кредитування, що визначає доступність та ціну кредитів, але також і інституціональна структура економіки, витратність банкрутства, розпорошеність власності над підприємствами та ін. Специфіка роботи тієї чи іншої галузі впливає на специфіку структури капіталу провідних підприємств у цій галузі. Залучення боргових ресурсів є важливим чинником зростання для більшості провідних підприємств. Найбільш значним серед джерел боргових коштів для підприємств стало залучення товарного кредиту від інших підприємств. Вплив співпраці з банківським сектором, а також залучення нового капіталу для фінансування інвестицій підприємств можуть стати предметом подальших досліджень.

1. База Даних «Емітенти» [Електронний ресурс] / Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України; ред. Ю.Ю. Бойко // База даних. — 2010. — Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua/db/emitent>; 2. Економіка підприємства / [Шегда А.В., Литвиненко Т.М., Нахаба М.П. та ін.]; за ред. А.В. Шегди. — [2-е вид.]. — К.: Знання-Пресс, 2005. — 335 с.; 3. *Гейець В.М.* Економіка України: підсумки перетворень та перспективи зростання / В.М. Гейець, В.П. Александрова, О.І. Барановський. — Х.: Форт, 2000. — 432 с.; 4. *Жаліло Я.А.* Теорія та практика формування ефективної економічної стратегії держави / Я.А. Жаліло. — К.: Національний інститут стратегічних досліджень, 2009. — 335 с.; 5. Топ 100. Рейтинг кращих компаній в Україні [упоряд. С. Вовк] // Інвестиційна газета. — 2011. — № 5. — С. 4–20.; 6. *Ястремський О.І.* Основи мікроекономіки / О.І. Ястремський, О.О. Грищенко. — К.: Знання, 1998. — 674 с.; 7. *Ястремський О.І.* Основи теорії економічного ризику / О.І. Ястремський — К.: АртЕк, 1997. — 235 с.; 8. *Подолькин В.И.* Основы экономики организации: стоимость и структура капитала / В.И. Подолькин. — Иваново: ИГТА, 2005. — 112 с.; 9. *Чечевицына Л.Н.* Практикум по экономике предприятия / Л.Н. Чечевицына, О.Н. Терещенко — М.: Феникс, 2009. — 256 с.; 10. *Fama E.* The Cross-Section of Expected Return / E. Fama, K. French // *Journal of Finance*. — 1992. — № 46. — p. 427–466; 11. *Mayer C.* New Issues in Corporate Finance / Collin Mayer. — London, 1989. — P. 40–56 — (reprinted by Cefims Banking finance and Development, 2002); 12. *Rajan R.G.* What do We Know about the Capital Structure? / Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales // *Journal of Finance*. — 1995. — Vol. 5.— P. 1421–1455.