

УДК 336.63

*І. О. Бузаджи,  
аспірант, Харківський національний університет радіоелектроніки*

## ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ЗАСОБІВ ЗАЛУЧЕННЯ ЗАПОЗИЧЕНОГО КАПІТАЛУ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ

*В статті проведено порівняльний аналіз засобів залучення запозиченого капіталу в українських умовах, визначено їх недоліки та позитивні сторони, можливості використання для фінансування інвестиційної діяльності.*

*The paper is devoted to the comparison analysis of borrowed capital attraction tools in Ukrainian conditions. There positive and negative properties and potential of usage for investment activities financing are determined.*

**Ключові слова:** *Запозичений капітал, позика, кредит, фінансовий лізинг, боргові цінні папери, нефінансові зобов'язання*

### Вступ

Основою розширеного відтворення будь-якого цивілізованого суспільства виступають інвестиційні процеси, що відбуваються в його економічній складовій [1]. Це стосується, перш за все, реальних інвестицій [2]. Таким чином, менеджмент кожного підприємства стикається з проблемою вибору джерел фінансування інвестицій. В основі цієї проблеми полягає те, що необхідний капітал, може знаходитись у власності різних членів суспільства – учасників інвестиційного процесу, які мають різні інтереси щодо реалізації інвестиційних проектів. Можливі джерела інвестованого капіталу і відповідні засоби залучення інвестицій представляють собою результат узгодження інтересів різних учасників інвестиційного процесу. Запозичений капітал відіграє значну роль в процесах інвестування, проте існують різні засоби залучення запозиченого капіталу до підприємства, що впливає в необхідність вибору між ними або їх комбінацій.

Проблемі визначення оптимальних засобів залучення запозиченого капіталу для потреб конкретного інвестиційного проекту присвячені роботи вітчизняних та зарубіжних вчених, таких, як Д.А. Єндовицький [3], Л.Н. Саломатіна [4], А.В. Ложникова [5], В.Ю. Антипенко [6], А. Гімард [7] та ін. Проте зазвичай в їх дослідженнях недостатньо уваги приділяється саме порівнянню позитивних та негативних властивостей різних засобів залучення запозиченого капіталу, що зумовило вибір на пряму дослідження в науковому та практичному аспекті.

### Постановка задачі

Метою роботи є проведення порівняльного аналізу засобів залучення запозиченого капіталу для реалізації інвестиційних проектів з урахуванням умов українського законодавства та бізнес-середовища.

В якості методів досліджень використано аналіз останніх публікацій на обрану тематику та українського законодавства.

### Результати

Для компанії в умовах асиметричної інформації (під цю категорію підпадає більшість українських підприємств) запозичені джерела фінансування інвестицій займають друге місце після власних [8, с. 154], оскільки випуск нових корпоративних прав вважається потенційними інвесторами негативним сигналом, а залучення боргу – нейтральним або позитивним. Можна виділити наступні засоби залучення інвестицій, що відповідають категорії запозичених:

- позика від нефінансової установи;
- кредит банку або інших фінансових установ;
- випуск боргових цінних паперів;
- фінансовий лізинг;
- збільшення нефінансових зобов'язань;
- випуск перехідних фінансових інструментів.

Позика від нефінансової установи, може надаватися в грошовій або речовій формі, відповідно до Цивільного кодексу України [9, с. 16]. Проте питання щодо можливості надання платної позики нефінансовою установою, без відповідної ліцензії, неоднозначно трактується в українському законодавстві. Така можливість передбачена статтею 1048 Цивільного кодексу України, проте, відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [10, с. 2], діяльність з надання фінансових кредитів за рахунок залучених коштів підлягає ліцензуванню. Це ускладнює залучення сторонніх інвесторів – нефінансових установ за рахунок такого інструменту як позика. В Україні, більшою мірою, інструмент позики використовується підприємствами для отримання коштів від пов'язаних осіб, наприклад засновників для введення коштів на підприємство з можливістю їх швидкого та неускладненого виведення в майбутньому. Крім того, є жорсткі обмеження, щодо фінансування підприємств, що є платниками податку на прибуток на загальних підставах, за рахунок позички від особи, що не є платником вказаного податку, або сплачує його на інших умовах, в такому разі, якщо позика не повернена на кінець податкового періоду (календарний квартал), підприємство має включити її до складу доходів, що оподатковуються (виключення – позики від засновників, що можуть бути надані на строк до 365 днів без негативних податкових наслідків) [11, с. 11]. Таким чином, в зазначених умовах, позики можуть виступати як засіб залучення інвестицій тільки для короткострокового фінансування оборотного капіталу, необхідного для інвестицій, здебільшого від пов'язаних осіб, що суттєво обмежує потенційний розмір фінансування.

Кредити банків та інших фінансових установ надаються на умовах платності, строковості та повернення. Такий кредит, іноді названий фінансовим, представляє собою кошти, що надаються кредитором підприємству на певний строк під зазначений процент, зазвичай для цільового використання. Кредит може бути як засобом залучення інвестицій, при реалізації інвестиційного проекту, так і засобом збільшення оборотних активів підприємства для нарощення об'ємів реалізації (короткострокові кредити). Основні негативні особливості кредиту, як засобу залучення інвестицій:

- необхідність повернення основної суми кредиту;
- фіксована вартість капіталу;
- в більшості випадків підприємство повинно забезпечувати виконання зобов'язань заставою у вигляді активів (зазвичай необоротних), вартість яких значно перевищує розмір кредиту, що певною мірою зменшує потенційний розмір кредиту для підприємств із незначною часткою необоротних активів в балансі;
- кредитний договір може містити різні умови, які обмежуватимуть діяльність підприємства в певних відношеннях, наприклад, проведення підприємством всіх розрахунків тільки через банк-кредитор або заборону на виплату дивідендів і т.і.
- необхідність розкриття інформації щодо інвестиційного проекту та діяльності підприємства кредиторю;
- розгляд запиту підприємства щодо отримання кредиту може продовжуватись тривалий час, наприклад кілька місяців.

Основні позитивні особливості кредиту як засобу залучення інвестицій:

- можливість встановлення графіку отримання та повернення коштів та строків кредитування зручних для підприємства, виходячи з прогнозованих потреб та грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту;
- значна кількість фінансових установ, що є потенційними інвесторами;
- значні суми коштів, що можуть бути надані в кредит для реалізації інвестиційного проекту;
- незначні одноразові витрати, пов'язані безпосередньо з отриманням кредиту;
- відсутня необхідність щодо аудиторського підтвердження фінансової звітності та її оприлюднення.

Облігації – інший засіб залучення інвестицій, досить поширений у світовій практиці. В Україні обіг облігацій відбувається відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [12]. Облігація – цінний папір, що посвідчує відносини позики між її емітентом та держателем, зобов'язує емітента по закінченню передбачуваного умовами випуску строку повернути власникові облігації її номінальну вартість, виплачувати відсотки, якщо це передбачено. Основні недоліки облігацій, як засобів залучення інвестицій:

- висока абсолютна вартість емісії облігацій, що робить їх незручним інструментом в разі залучення невеликих обсягів капіталу;
- необхідність аудиторської перевірки фінансової звітності та прозорості діяльності компанії, якщо відбувається публічне розміщення випуску;
- фіксована ціна капіталу;
- сума, залучена за допомогою облігацій підприємством, не має перевищувати трикратного розміру його власного капіталу або вартості забезпечення, залученого в третіх осіб [12, с.1];
- нерозвиненість фондового ринку в Україні, що ускладнює розміщення облігацій та їх подальший обіг на вторинному ринку;
- необхідність розраховувати адекватну вартість облігацій для подальшого обігу на вторинному ринку.

Позитивні сторони облігацій в якості засобів залучення інвестицій:

- умови випуску встановлюються підприємством самостійно;
- можливе дострокове погашення облігацій шляхом викупу на вторинному ринку;
- можливий випуск облігацій без забезпечення;
- можна очікувати, що ціна капіталу, залученого через випуск облігацій буде меншою, ніж кредитів фінансових установ, оскільки між підприємством і джерелом капіталу відсутній посередник – фінансова установа;
- власники облігацій не впливають на управління підприємством, ризик втрати контролю власниками підприємства незначний.

Особливим видом облігацій є конвертовані облігації, що передбачають можливість, замість їх погашення підприємством конвертації в акції за бажанням власника облігацій. Такі облігації є проміжним інструментом між залученням і запозиченням капіталу, і таким чином в умовах асиметричної інформації будуть використовуватися підприємством тільки після використання інших засобів залучення інвестицій запозиченого капіталу. Додатково до властивостей облігацій можна виділити наступні недоліки та позитивні моменти в використанні конвертованих облігацій. Недоліки:

- при підвищенні ціни акцій, підприємству вигідніше мати звичайні облігації, які воно зможе погасити випуском акцій по високій ціні;
- зазвичай мають невисоку купонну дохідність, але вона буде втрачена після конвертації;
- у разі, якщо випускаючи конвертовані облігації підприємство має на меті збільшення власного капіталу за їх рахунок в майбутньому, а ціна на акції після цього не змінюється на користь власників конвертованих облігацій, то підприємство залишається із значною сумою боргу, яку треба повертати, замість власного капіталу;

- випуск можливий тільки акціонерними товариствами;
- втрата чи послаблення контролю існуючими власниками підприємства у разі конвертації.

Позитивні сторони конвертованих облігацій як засобів залучення інвестицій [13, с.819]:

- відсотки (або дисконт) зазвичай нижчі порівняно із іншими облігаціями;
- забезпечують залучення акціонерного капіталу за ціною акцій більшою, ніж поточна ринкова ціна акцій.

Фінансовий лізинг передбачає передачу об'єктів основних засобів лізингодавцем лізингодержувачу в лізинг на строк не менше року, причому наприкінці строку передбачається перехід права власності на об'єкт лізингу лізингодержувачу. Основні положення взаємовідносин щодо фінансового лізингу регулюються Законом України «Про фінансовий лізинг» [14]. Для потреб стягнення податків операція з передачі об'єкта в фінансовий лізинг прив'язується до поставки товару [11, с.1]. Платіж з фінансового лізингу включає дві складові: компенсацію вартості об'єкта лізингу та фінансову винагороду лізингодавця, яка зазвичай встановлюється у відсотках від вартості об'єкта лізингу. В балансі об'єкт фінансового лізингу відображається лізингоотримувачем одночасно як актив і зобов'язання, а частина платежу, що є фінансовою винагородою лізингодавця – як витрати звітного періоду [15, с.1]. Негативні властивості фінансового лізингу як засобу залучення інвестицій:

- об'єктом лізингу можуть бути тільки основні засоби, таким чином цей інструмент не можна застосовувати для фінансування оборотних або нематеріальних активів інвестиційного проекту;
- умови договору фінансового лізингу значною мірою встановлюються лізингодавцем;
- фіксовані суми фінансової винагороди лізингодавця, та наявність жорсткого графіку платежів;
- додаткові витрати пов'язані із страхуванням об'єкту лізингу;
- необхідність повернення капіталу лізингодавцю.

Позитивні властивості:

- відсутність додаткового забезпечення, в якості забезпечення виступає об'єкт лізингу;
- лізингодержувач здійснює амортизацію об'єкту лізингу, що зменшує його оподатковуваний прибуток;
- ризик втрати контролю власниками незначний, лізингодавець не впливає на управління підприємством.

Збільшення нефінансових зобов'язань, як і власний капітал не є безпосередньо засобом залучення інвестицій, оскільки кредиторів підприємства, за рахунок яких вони утворюються важко назвати інвесторами. Проте, це джерело фінансування інвестицій може відігравати значну роль як інструмент фінансування оборотних активів. Зазвичай, підприємство може мати і довгострокові нефінансові зобов'язання, наприклад цільове фінансування, однак це скоріше буде виключенням. Зазвичай нефінансові зобов'язання підприємства будуть короткостроковими, а фінансування за їх рахунок необоротних активів вважається негативним знаком для інвесторів і кредиторів підприємства, оскільки може викликати проблеми із своєчасним виконанням зобов'язань. Яким же самим чином підприємство може використовувати короткострокові нефінансові зобов'язання для фінансування інвестиційного проекту?

Зрозуміло, що майже всі інвестиційні проекти будуть мати дві складові активів, що необхідні для їх реалізації: необоротні та оборотні. Для фінансування необоротних активів раціонально використовувати власні, залучені або довгострокові (більше року) запозичені джерела капіталу. Для фінансування оборотної складової раціонально використовувати, крім того, короткострокові запозичені джерела, в тому числі і поточні нефінансові зобов'язання. Потреба в оборотних активах, необхідних для реалізації інвестиційного проекту буде залежати від тривалості виробничого циклу, обсягів виробництва, домовленості з покупцями та постачальниками, величини доданої вартості в продукті підприємства та інших факторів, від подібних факторів залежатиме і можливість адекватного збільшення поточних нефінансових зобов'язань, які зможуть компенсувати ці потреби. Крім того, якщо умови постачання передбачають залежність цін ресурсів від строків оплати, підприємство може враховувати ці особливості для встановлення аналогічних умов своїм покупцям. В ідеальному варіанті, все збільшення оборотних активів у зв'язку з реалізацією інвестиційного проекту буде профінансоване за рахунок збільшення поточних нефінансових зобов'язань. Недоліки цього джерела фінансування інвестицій:

- фінансування тільки оборотних активів;
- можливості збільшення поточної кредиторської заборгованості залежатимуть від того, наскільки підприємство може домовитися із кредиторами;
- капітал підлягає поверненню кредиторам в короткостроковому періоді.

Переваги:

- невисока вартість капіталу (до нульової);
- є результатом нормальної роботи підприємства, з кредиторами не потрібно узгоджувати використання капіталу, проводити презентацію інвестиційного проекту;
- зазвичай величина поточних нефінансових зобов'язань є досить стабільною, і погашення заборгованості перед одніми кредиторами компенсується виникненням заборгованості перед іншими;

- не потрібне забезпечення і відсутні пов'язані з цим витрати (страхування, оформлення нотаріальних договорів, оцінка майна);
- відсутні посередники між підприємством та кредиторами.

#### Висновки

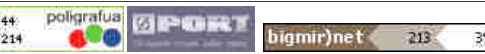
В статті проведено порівняльний аналіз засобів залучення запозиченого капіталу для фінансування інвестицій, визначено їх позитивні властивості та недоліки, особливості застосування в рамках українського правового поля та бізнес-середовища.

Перспективи подальших досліджень полягають в проведенні аналогічного аналізу відносно власних та залучених засобів фінансування інвестицій, а також збору та обробці статистичних даних щодо застосування різних засобів залучення інвестицій українськими підприємствами.

#### Перелік використаних джерел

1. Бикова А.Л. Нагромадження капіталу в процесі економічного розвитку (історія, форми, інститути). / А.Л. Бикова, О.Ф. Івашина. – Дніпропетровськ : Наука і освіта, 2007. – 167 с.
2. Сковрцов І.Б. Ефективність інвестиційного процесу: методологія, методи і практика / Сковрцов І.Б. - Нац. ун-т "Львів. політехніка". – Львів : Львів. політехніка, 2003. – 311 с.
3. Ендовицкий Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / Ендовицкий Д.А. – Под ред. Л.Т. Гиляровой. - М. : "Финансы и статистика", 2001. – 398 с.
4. Саломатина Л.Н. Инвестиционный проект как самостоятельный объект инвестиционного анализа, основные участники и возможные схемы реализации / Л.Н. Саломатина // Инвестиции: ресурсы, механизмы стимулирования: (Сб. науч. тр.); Нац. АН Украины, Ин-т экономики промыш-ти. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1997. – С. 198-203
5. Ложникова А.В. Инвестиционные механизмы в реальной экономике / А.В. Ложникова – М. : МЗ-Пресс, 2001. – 171 с.
6. Антипенко Е.Ю. Принципы анализа капитальных вложений / Е.Ю. Антипенко, В.И. Доненко. – Запорожье : Фазан, 2005. – 418 с.
7. Guimard, Anne. Investor relations: principles and international best practices of financial communications / Anne Guimard. – Palgrave Macmillan, 2008. – 208 p.
8. Немыкина О.С. Методические подходы к обоснованию выбора источника финансирования корпораций / Вестник Томского государственного университета, № 340, 2010, с. 153-155
9. Цивільний кодекс України : за станом на 1 березня 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. - Офіц. сайт. - 20 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=435-15>
10. Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" : за станом на 07 липня 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. - Офіц. сайт. - 2 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>
11. Податковий кодекс України : за станом на 4 листопада 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. - Офіц. сайт. - 38 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=2755-17>
12. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" № 3480-IV від 23.02.2006 : за станом на 1 березня 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. - Офіц. сайт. - 3 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>
13. Бриггем Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / Пер. с англ. под ред. к. э. н. Е.А. Дорофеева. - СПб.: Питер, 2009. - 960 с.
14. Закон України "Про фінансовий лізинг" : за станом на 07 липня 2011 р. [Електронний ресурс] / Верховна рада України. - Офіц. сайт. - 1 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=723%2F97-%E2%F0>
15. Наказ міністерства фінансів України № 181 від 28.07.2000 "Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 14 "Оренда" : за станом на 07 липня 2011 р. [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. - Офіц. сайт. Верховної ради України- 1 с. - Режим доступу до бази "Загальне законодавство": <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0487-00>

Стаття надійшла до редакції 28.11.2011 р.



ТОВ "ДКС Центр"