

УДК 336.76

Т. П. Бойко,  
аспірант кафедри фінансів,  
ДВНЗ "Київський Національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"  
ORCID ID 0000-0002-2008-6986

DOI: 10.32702/2306-6814.2019.9.45

# МЕТОДИКА ВИБОРУ ПІДПРИЄМСТВАМИ ІНСТРУМЕНТІВ ЗАЛУЧЕННЯ КАПІТАЛУ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

T. Boiko,  
post-graduate student of Finance dep. Vadym Hetman Kyiv National Economic University

## METHODOLOGY FOR SELECTING INSTRUMENTS FOR RAISING CAPITAL IN THE STOCK EXCHANGE BY ENTERPRISES

*На основі систематизації і структурування вже наявних досліджень в області підприємствами фінансових інструментів залучення капіталу на фондовому ринку автором пропонується цілісна методика вибору підприємствами фінансових інструментів залучення капіталу на фондовому ринку, що дозволяє забезпечити ефективне управління фінансовими ресурсами в умовах їх обмежену доступність. Залучення будь-якого джерела фінансування повинно ґрунтуватися на оцінці його доступності та ефективності використання.*

*Алгоритм передбачає проведення аналізу не тільки на основі співвідношення позикового і власного капіталу, з урахуванням різноманіття видів джерел фінансування, а й присутність механізму перевірки результативності прийнятого управлінського рішення, мінімізація використання відносних і суб'єктивних оцінок, які неможливо піддати кількісному вимірюванню, а так само наявність сучасних індикаторів перевірки результативності прийнятого управлінського рішення.*

*Таким чином, розроблена методика вибору джерел залучення капіталу підприємства на фондовому ринку є важливим інструментом, призначеним для практичного використання, який дозволить істотно підвищити ефективність прийнятих управлінських рішень у цій області.*

*It is advisable to use the most relevant criteria by enterprises to raise capital in the stock market. In the conditions of the Ukrainian unstable market economy and the persistent shortage of financial resources, such criteria as the weighted average cost of capital, the level of development of financial markets, the degree of disclosure, etc., become less relevant, in contrast to the criterion of financial stability. This is particularly evident in the context of the global financial crisis;*

*On the basis of systematization and structuring of existing researches in the field of financial instruments by enterprises of capital attraction in the stock market, the author proposes a holistic method for selecting enterprises of financial instruments for raising capital in the stock market, which ensures efficient management of financial resources in the context of their limited availability. The involvement of any source of funding should be based on an assessment of its availability and effectiveness of use.*

**Unfortunately, the essence of most criteria is to make a choice between borrowed and equity capital, and only the concept of weighted average cost of capital makes it possible to compare specific sources of financing. In this case, the WACC and Zt-Altman methodology are least suitable as criteria for Ukrainian companies.**

**First, the calculation of these indicators does not pose any particular difficulties and is based solely on the data on the activities of the organization, reflected in its balance sheet. Secondly, the financial stability of the company is an essential benchmark for its activities, since the loss of the first means a threat to the stable functioning of the enterprise. Third, within the framework of this concept there are recommendations.**

**The algorithm foresees an analysis not only on the basis of the ratio of debt and equity, taking into account the diversity of types of sources of funding, but also the presence of a mechanism for checking the effectiveness of the management decision, minimizing the use of relative and subjective assessments that can not be quantified, as well as the presence modern indicators of checking the effectiveness of the management decision.**

**Thus, the developed method of selecting sources of capital attraction in the stock market is an important tool for practical use, which will significantly improve the efficiency of the management decisions in this area.**

*Ключові слова: фінансові інструменти, залучення капіталу, акції, облігації методика вибору джерел фінансування, доступність фінансових ресурсів.*

*Key words: financial instruments, attraction of capital, shares, bonds, method of selecting sources of financing, availability of financial resources.*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Проблеми, що виникають з фінансуванням компаній, обумовлені важко доступністю фінансових інструментів залучення капіталу на фондовому ринку і відсутністю ефективної системи вибору цих джерел. У зв'язку з цим необхідно розвивати існуючі в українській і зарубіжній теорії і практиці методичні підходи до вибору підприємствами ефективних і доступних інструментів залучення капіталу на фондовому ринку.

## МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Метою дослідження є формування алгоритму, що враховує не лише фінансові, а й інші показники підприємств та фондових ринків для обрання певного інструменту залучення капіталу на фондовому ринку. Результатом дослідження має бути інтегральний показник, який дозволить полегшити прийняття управлінських рішень про ефективність виходу на фондовий ринок або інвестування в компанію. У цій роботі обгрун-

тування вибору інструменту залучення капіталу буде проаналізовано з точки зору корпорації як учасника відносин на фондовому ринку.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

У сучасних українських та зарубіжних дослідженнях є велика кількість методик вибору джерела фінансування діяльності компанії і визначення фінансових наслідків їх залучення. Безумовно, основна частина розробок належить західним ученим, а українські концепції в більшості своїй є результатом корекції та адаптації зарубіжних. Це вітчизняні дослідження Ковальова В.В., Бланка І.А., Ніконовій І.А., Рудик Н.Б. і ін., а також зарубіжні Модільяні Ф., Міллер М.Х., Майерса С., Росс С.А., Харріс М., Равів А. та ін. Однак проведення аналізу на основі співвідношення позикового і власного капіталу без урахування різноманіття видів джерел фінансування не є релевантним до теперішнього стану фондового ринку, де ключовий парадигмою є теорія асиметрії інформації.

**ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ**

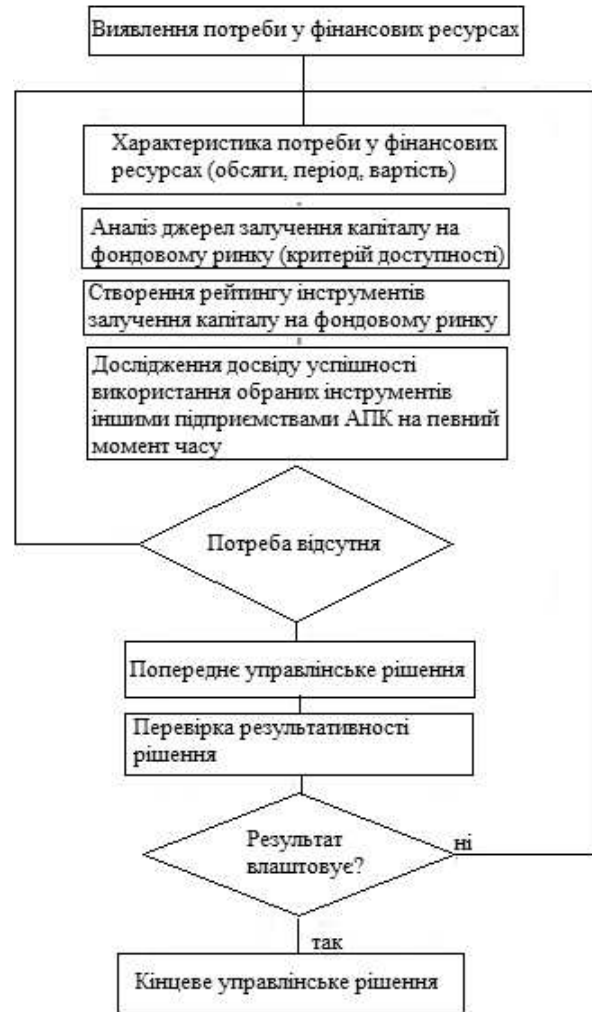
Дослідження вибору інструментів фінансування на фондовому ринку є похідним від досліджень по вибору джерел фінансування діяльності корпорації та оптимізації їх структури.

Відправною точкою досліджень в області вибору джерел фінансування корпорації та оптимізації їх структури офіційно вважається 1958 року, коли Франко Модільяні і Мертон Міллер опублікували свою роботу [2]. Ключовий зміст їх праці полягав у доведенні того, що за певних припущень вибір способу фінансування не впливає на вартість компанії, а отже, не має значення. Модільяні і Міллер вказували на велику кількість продавців і покупців на фондовому ринку, які володіють необмеженими можливостями, безризикову процентну ставку, відсутність витрат банкрутства, оподаткування, агентських витрат, інформаційної асиметрії і т.д. Нерелістичність цих припущень сприяла тому, що західні вчені стали активно проводити їх аналіз і на основі цього формулювати нові теорії та методологічні підходи в області фінансування діяльності компанії. На цій основі були проведені різні дослідження і створені методики:

1. Модель Модільяні-Міллера була вдосконалена її авторами шляхом введення податку на доходи корпорацій. У своїй новій роботі, опублікованій в 1963 р. [3], вчені дійшли висновку, що зростання частки боргових джерел фінансування призводить до пропорційного зростання ринкової вартості компанії. Таким чином, суть вибору інструменту залучення капіталу на фондовому ринку повинна зводитися до максимального збільшення частки боргових джерел.

2. Мертон Міллер продовжив дослідження в заданому напрямі, створивши власну концепцію за рахунок аналізу не тільки податку на прибуток, але і податку на доходи фізичних осіб [4]. У такій ситуації на вибір джерела фінансових ресурсів впливали одночасно два різноспрямовані чинники: боргові джерела дозволяють зменшити оподатковуваний прибуток, а використання пайових джерел більш привабливо для інвесторів з точки зору прибуткового податку. Оскільки визначити вплив кожного фактора на практиці є досить складним, то вибір інструменту залучення капіталу на фондовому ринку знову стає не принциповим.

3. Теорія компромісу левериджу (Trade-off Theory) була створена на основі моделі Модільяні— Міллера з урахуванням оподаткування та аналізу допущення про відсутність витрат банкрутства та агентських витрат (метою менеджменту не є збільшення фінансового стану акціонерів). У цій теорії розглядається таке поняття, як "витрати фінансових труднощів", яке включає в себе прямі і непрямі витрати банкрутства, а також агентські витрати, пов'язані з конфліктами між акціонерами, менеджерами і власниками облігацій з питань подолання фінансових труднощів. У рамках теорії компромісу компанія здійснює вибір джерел фінансування, зіставляючи вигоди від використання позикових коштів (зменшення податку на прибуток, зростання вартості компанії) з ризиком виникнення банкрутства і відповідними витра-



**Рис. 1. Алгоритм вибору інструментів залучення капіталу підприємствами на фондовому ринку**

тами. За такого порівняння фірма буде здійснювати вибір на користь позикових коштів до тих пір, поки граничні податкові вигоди будуть менше або дорівнюють граничним витратам фінансових труднощів.

4. Теорія ієрархії (Pecking-order Theory) є результатом аналізу чергового припущення моделі Модільяні-Міллера, а саме — інформаційної ефективності фондового ринку. Основні положення цієї теорії викладені у праці С. Майерса [5]. В цьому випадку мова йде про те, що на практиці менеджери корпорацій володіють великою кількістю інформації, ніж інші учасники ринку. При цьому зовнішні інвестори схильні вважати, що випуск акцій є негативним сигналом, що означає їх переоціненість. У зв'язку з цим фінансування корпорації повинно здійснюватися відповідно до суворої ієрархії, а перехід на наступний щабель можливий тільки в разі вичерпаності попередньої. В першу чергу фінансові ресурси повинні надходити з внутрішніх джерел. У разі виникнення потреби в зовнішньому фінансуванні компанія може вдаватися до різних видів боргових джерел. Останньою сходинкою ієрархії є випуск акцій (часткове фінансування), до якого варто звертатися за відсутності інших варіантів. При цьому те-

орія ієрархії наголошує на необхідності створення корпорацією так назвали фінансового резерву, який може складатися з вільних грошових коштів, легко реалізованих цінних паперів, ліквідних реальних активів. Також до цієї категорії можна віднести безперешкодний доступ до ринку позик або банківського фінансування. Фінансовий резерв спрямований на те, щоб не дозволяти компанії опускатися по ієрархічній драбині і уникати ситуації випуску недооцінених акцій, виникнення фінансових труднощів.

Дана методика включає такі етапи:

- 1) визначення потреби в фінансових ресурсах і її характеристика;
- 2) аналіз потреби з точки зору її мінімізації та фінансування з внутрішніх джерел;
- 3) аналіз зовнішніх джерел фінансування з використанням критерію доступності;
- 4) зіставлення потреби в фінансових ресурсах і можливості її покриття з доступних джерел;
- 5) перевірка результативності управлінського рішення в області вибору джерел фінансування.

На основі виділених та перерахованих етапів був створений алгоритм, що складається з наступних кроків (рис. 1):

- 1) виявлення потреби в фінансових ресурсах (розгляд даних за попередній період, складання і аналіз плану доходів і витрат, прогнозу руху грошових коштів, касового плану, платіжного календаря та ін);
- 2) оптимізація та мінімізація потреби в фінансових ресурсах (пошук внутрішніх резервів, перегляд витрат з операційної, фінансової та інвестиційної діяльності);
- 3) характеристика потреби в фінансових ресурсах з точки зору обсягу, періоду виникнення, терміну залучення і цільового призначення з урахуванням проведеної оптимізації та мінімізації;
- 4) аналіз зовнішніх джерел фінансування з точки зору умов їх залучення (оцінка доступності для компанії);
- 5) розробка плану заходів щодо забезпечення доступності джерел фінансування;
- 6) характеристика зовнішніх джерел фінансування з точки зору обсягу, періоду, термінів залучення і цільового призначення;
- 7) створення рейтингу джерел фінансування;
- 8) зіставлення потреби в фінансуванні з доступними джерелами залучення фінансових ресурсів;
- 9) прийняття попереднього управлінського рішення з питання вибору джерел фінансування;
- 10) перевірка результативності отриманого управлінського рішення в області вибору джерел фінансування на основі критерію фінансової стійкості ризиків її зміни;
- 11) прийняття остаточного управлінського рішення з питання вибору джерел фінансування.

Кроки 3—10 можуть бути пройдені кілька разів, якщо отримується управлінське рішення не задовольняє необхідним параметрам. В цьому випадку в якості параметрів можуть бути використані повне або часткове покриття потреби у фінансових ресурсах і (або) підсумки перевірки результативності отриманого попереднього управлінського рішення.

В якості критерію для перевірки результативності отриманого управлінського рішення в області вибору джерел фінансування було проаналізовано наступні варіанти: доступність інструменту залучення капіталу на фондовому ринку, вартість інструменту залучення капіталу на фондовому ринку (концепція середньозваженої вартості капіталу — WACC); ступінь фінансової стійкості компанії (сукупність показників фінансової стійкості та трьохфакторну модель по типу фінансової стійкості); фінансові ризики і ймовірність банкрутства компанії (Z-модель Альтмана і фінансовий аналіз арбітражних керуючих) і інші фінансові показники.

На жаль, суть більшості критеріїв полягає в здійсненні вибору між позиковим і власним капіталом, і тільки концепція середньозваженої вартості капіталу дає можливість порівнювати конкретні джерела фінансування. При цьому методика WACC і Z-модель Альтмана в найменшій мірі підходять в якості критеріїв для українських компаній. У першому випадку причина полягає в тому, що головним сенсом розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу є його взаємозв'язок з вартістю корпорації, що має дуже велике значення для компаній, що розміщують свої акції і облігації на біржі. Як показав аналіз українських бірж, кількість емітентів цінних паперів в нашій країні вкрай мало. Це говорить про те, що вартість організації не настільки актуальна в рамках української економіки, а отже, в орієнтації на показник WACC, розрахунок якого викликає серйозні труднощі, немає необхідності. У другому випадку причиною є відсутність орієнтації показника Z на вітчизняну економіку, а порівняння його значення з американськими орієнтирами 40—50-х років 20 ст. можна назвати недоречним. У той же час українська статистика не має своїх розрахунків в даній області.

В якості найбільш актуального аналітичного критерію був обраний критерій доступності, а в якості розрахункового — сукупність показників фінансової стійкості. У першому випадку такий вибір був обумовлений тим, що критерій доступності дозволяє швидко і ефективно здійснити відбір вихідних даних для подальшого аналізу. У другому випадку вибір пов'язаний з декількома причинами. По-перше, розрахунок цих показників не становить особливих труднощів і базується виключно на даних про діяльність організації, відображених в її балансі. По-друге, фінансова стійкість компанії є істотним орієнтиром її діяльності, так як втрата першої означає загрозу стабільному функціонуванню підприємства. По-третє, в рамках цієї концепції існують рекомендаційні значення.

## ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

В якості основних переваг розробленої методики по залученню підприємствами капіталу на фондовому ринку, які виділяють її з безлічі інших аналогічних досліджень в цій області, можна визначити такі:

- 1) використання комплексного підходу до питання вибору джерел фінансування діяльності корпорацій, який полягає в урахуванні впливу одночасно кількох факторів. Багато існуючі методики мають вузьку спрямованість і засновані на встановленні вузько залежностей;

2) методика націлена на вибір конкретних інструментів залучення капіталу на фондовому ринку у всьому їх різноманітті, на відміну від більшості методик, спрямованих на вибір між різними групами способів залучення фінансових ресурсів і пошуком їх співвідношень;

3) введені кількісні індикатори здійснення вибору підприємствами інструментів залучення капіталу на фондовому ринку для мінімізації частки суб'єктивних оцінок, на основі яких будуються багато існуючі методики;

4) використання найбільш актуальних критеріїв підприємствами інструментів залучення капіталу на фондовому ринку. В умовах української нестабільної ринкової економіки і постійної нестачі фінансових ресурсів такі критерії як середньозважена вартість капіталу, рівень розвитку фінансових ринків, ступінь розкриття інформації тощо, стають менш актуальними, на відміну від критерію фінансової стійкості. Це особливо явно проявляється в умовах світової фінансової кризи;

5) циклічність алгоритму, що лежить в основі авторського підходу, дає можливість приймати максимально ефективні рішення в області вибору джерел фінансування, так як дозволяє здійснювати повернення на початкові етапи методики в разі отримання незадовільної управлінського рішення;

6) наявність механізму перевірки результативності прийнятого управлінського рішення в області вибору джерел фінансування діяльності компаній;

7) універсальність методики — можливість її застосування будь-якою компанією незалежно від організаційно-правової форми, географічного положення, галузі за умови розробки додаткових індикаторів.

Таким чином, розроблена методика вибору джерел фінансування діяльності компаній є важливим інструментом, призначеним для практичного використання, який дозволить істотно підвищити ефективність прийнятих управлінських рішень в цій області.

Перспективою подальших досліджень є розробка комплексної схеми вибору підприємствами інструментів залучення капіталу на фондовому ринку та її адаптація до підприємств АПК України.

#### Література:

1. Брігхем Ю., Ерхардта М. Фінансовий менеджмент: Пер. з англ. / Під ред. Е.А. Дорофєєва. — 10-е изд. — СПб.: Пітер, 2009. — 960 с.
2. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. — 1958. — Vol. 48. — P. 261—297.
3. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. — 1963. — Vol. 3. — P. 433—443.
4. Merton H. Miller. Debt and Taxes // Journal of Finance. — 1977. — Vol. 32. — P. 261—275.
5. Mayers S. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. — 1984. — Vol. 39. — P. 575—592.
6. Брейлі Р., Майерс С. Принципи корпоративних фінансів / Пер. з англ.; Під ред. М.М. Баришникової. — М.: Олімп-Бізнес, 2009. — 1008 с.

7. Брігхем Ю., Гаспенскі Л. Фінансовий менеджмент / Пер. з англ.; Під ред. В.В. Ковальова. — СПб.: Економічна школа, 1997. — Т. 1, 2.

8. Harris M., Raviv A. Capital Structure and Informational Rote of Debt // Journal of Finance. — 1990. — Vol. 45. — P. 321—349.

9. Ніконова І.А. Фінансування бізнесу. — М.: Паблішер, 2003. — 197 с.

10. Бланк І.А. Управління формуванням капіталу. — 2-е изд., Стер. — М.: Омега-Л, 2008. — 512 с.

11. Рудик Н.Б. Структура капіталу корпорацій: теорія і практика. — М.: Справа, 2004. — 272 с.

12. Ковальов В.В. Фінансовий менеджмент: теорія і практика. 2-е изд., Перероб. і доп. — М.: Проспект, 2009. — 1024 с.

13. Mayers S. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. — 1984. — Vol. 39. — P. 575—592.

14. Ross S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach // Bell Journal of Economics. — 1977. — Vol. 8. — P. 23—40.

#### References:

1. Brigham, Y. Erhardt, M. (2009), *Financial Management [Financial Management]*, 10th ed, Piter, St. Petersburg, Russia.
  2. Modigliani, F. Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, pp. 25—30.
  3. Modigliani, F. Miller, M. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, vol. 3, pp. 433—443.
  4. Merton, H. Miller, D. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 261-275.
  5. Mayers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 575—592.
  6. Bruille, R. Myers, C. (2009), *Principy korporativnyh finansov [Principles of corporate finance]*, Olympus Business, Moscow, Russia.
  7. Gaspenski, L. (2017), *Finansoviy menedzhment [Financial Management]*, 12th ed, St. Petersburg Economics School Publishing, St. Petersburg, Russia.
  8. Harris, M. Raviv, A. (1990), *Capital Structure and Informational Rote of Debt*, "Journal of Finance", vol. 45, pp. 321—349.
  9. Nikonova, I. A. (2013), *Finansirovanie biznesa [Business financing]*, Publisher, Moscow, Russia.
  10. Blank, I.A. (2008), *Upravlenie formirovaniem kapitala [Capital formation management]*, 2th ed., Omega-L, Moscow, Russia.
  11. Rudyk, N.B. (2004), *Struktura kapitala korporacij: teoriya i praktika [Corporate capital structure: theory and practice]*, Sprava, Moscow, Russia.
  12. Kovalev, V.V. (2009), *Finansoviy menedzhment: teoriya i praktika [Financial management: theory and practice]*, 2nd ed., Prospect, Moscow, Russia.
  13. Mayers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 575—592.
  14. Ross, S. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signaling approach", *Bell Journal of Economics*, vol. 8. pp. 23—40.
- Стаття надійшла до редакції 18.04.2019 р.*