УДК 336.7

DOI: <https://doi.org/10.32847/business-navigator.64-13>**Нестеренко Д.М.**

магістр

*Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна***Пархоменко О.С.**

кандидат економічних наук, доцент,

доцент кафедри управління та адміністрування

*Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна***Nesterenko Dmytro**

Master

*V.N. Karazin Kharkiv National University***Parkhomenko Olena,**

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,

Associate Professor at the Department Management and Administration

V.N. Karazin Kharkiv National University

ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

Нестеренко Д.М., Пархоменко О.С. Формування структури капіталу підприємства. У статті розкрито роль процесу залучення джерел фінансування для діяльності. Залежно від джерела фінансування та способу їх залучення визначено три основних механізми фінансування: контрагентний, кредитний та за допомогою ринку капіталу. Визначено особливості та проаналізовано переваги і недоліки деяких способів залучення фінансування. Сформовано механізм планування залучення фінансових ресурсів з огляду на реальне фінансове становище підприємства. Доведено, що в умовах жорсткої конкуренції швидкість зростання компанії має ключовий вплив на чинники подальшого існування компанії на ринку. Формування бази для залучення інвестицій заздалегідь забезпечує стабільний і доступне джерело коштів для здійснення експансії в подальшому. Розроблено алгоритм формування структури капіталу з урахуванням поточного фінансово-економічного стану підприємства.

Ключові слова: залучення джерел фінансування, фінансове забезпечення, кредит, інвестиції, дилема власника.

Нестеренко Д.Н., Пархоменко Е.С. Формирование структуры капитала предприятия. В статье раскрыта роль процесса привлечения источников финансирования для деятельности. В зависимости от источника финансирования и способа их привлечения определены три основных механизма финансирования: контрагентный, кредитный и с помощью рынка капитала. Определены особенности и проанализированы преимущества и недостатки некоторых способов привлечения финансирования. Сформирован механизм планирования привлечения финансовых ресурсов, учитывая реальное финансовое положение предприятия. Доказано, что в условиях жесткой конкуренции скорость роста компании имеет ключевое влияние на факторы дальнейшего существования компании на рынке. Формирование базы для привлечения инвестиций заранее обеспечивает стабильный и доступный источник средств для осуществления экспансии в дальнейшем. Разработан алгоритм формирования структуры капитала с учетом текущего финансового состояния предприятия.

Ключевые слова: привлечение источников финансирования, финансовое обеспечение, кредит, инвестиции, дилемма владельца.

Nesterenko Dmitro, Parkhomenko Olena. Formation of the capital structure of the enterprise. The article reveals the role of the process of attracting sources of funding for activities. Depending on the source of financing and the method of attracting them, three main financing mechanisms are identified: counterparty, credit and capital market. The peculiarities and advantages of some ways of attracting financing are identified and analyzed. Also, the mechanism of planning of attraction of financial resources considering a real financial position of the enterprise is formed. It is proved that in conditions of fierce competition the company's growth rate has a key impact on the factors of the company's continued existence in the market. The formation of a base for attracting investment in advance provides a stable and affordable source of funds for further expansion. An algorithm for forming the capital structure considering the current financial and economic condition of the enterprise has been developed. Opportunities for the company's growth are directly related to the availability of financial resources that can be obtained from various sources. The decision to use certain sources influences time and financial costs for obtaining and securing borrowed capital and for the diversification of government entities over the company, which to some extent pursue their own goals. Therefore, when building a financial strategy of the enterprise it is important to rationally and pragmatically approach the definition of ways to use financial resources and combine different sources of business financing. The effectiveness of the entire financial strategy of the enterprise largely depends on how correctly and in detail the choice of capital structure was worked out. Using the company's management of the proposed algorithm for the formation of capital structure optimization stage, as well as in the implementation phase of expansion with external sources funded, will allow the company to better attract and use the attracted financial resources without losing the investment attractiveness for future creditors and investors and not losing trust from other financially interested stakeholders.

Key words: attraction of sources of financing, financial security, credit, investments, dilemma of the owner.

Постановка проблеми. Питання наявності фінансових ресурсів є одним із ключових елементів розвитку компанії. Організації, які не мають достатнього рівня фінансування, не здатні підтримувати необхідний рівень зростання на динамічному ринку. Кожна фірма на певних етапах стикається із ситуацією, коли позика коштів стає визначальним чинником швидкості подальшого розвитку, а отже, пошук найбільш придатних джерел фінансування для компанії є достатньо важливим.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні та методологічні основи формування стратегії залучення джерел фінансування закладено в роботах вітчизняних учених О.Г. Мендрула, І.А. Шевчука, О.О. Непочатенка, І.В. Смоліна та ін.

Що стосується зарубіжних учених, які значну увагу приділяли питанню фінансового забезпечення зростання і залучення зовнішніх джерел фінансування, слід виділити: Н. Васермана, А. Ричарда, Бр.С. Маєрса, Дж. Ван Хорна, Дж.М. Ваховича та ін.

Аналіз публікацій, в яких представлена зазначена проблематика, дають можливість зробити висновок, що сучасні методологічні підходи до питання формування стратегії залучення зовнішнього фінансування не розроблені належним чином як в організаційно-практичному, так і в науковому аспекті, що говорить про відсутність чітко обґрунтованої універсальної послідовності етапів формування подібної стратегії і конкретних методологічних підходів, які б ураховували як кількісні, так і якісні особливості діяльності підприємства.

Так, виникає об'єктивна необхідність проведення подальших теоретичних і методологічних досліджень із метою вдосконалення підходів до управління діяльністю із залученням зовнішніх джерел фінансування.

Формулювання завдання дослідження. Розгляд принципів формування структури капіталу в умовах ринкової економіки та джерел фінансування, визначення їхніх переваг та недоліків.

Виклад основного матеріалу дослідження. Будь-яка компанія під час здійснення свого природного

процесу розвитку проходить через стадію зростання. Компанія починає бурхливо розвиватися, формуючись та зміцнюючись у ринкових частках, модернізуючи й оптимізуючи свою операційну діяльність. Однією з головних стратегічних переваг на стадії росту для компанії є її темп росту: компанії необхідно випереджати або хоча б не відставати від ринку, щоб не нести додаткові витрати [4, с. 32–34].

Для того, щоб забезпечити випередження ринку або навіть підтримки рівня зростання на середньому ринковому рівні, необхідні значні додаткові фінансові ресурси. Найчастіше власного капіталу компанії на рахунках, сформованого за рахунок отриманого прибутку від операційної діяльності, може не вистачити, і з'являється необхідність у його залученні. У даному разі перед власниками компанії виникає дилема – здійснити вливання в компанію власних коштів, які є обмеженими і можуть не покрити утворену дірку, або залучити зовнішні джерела фінансування разом із новими зацікавленими особами. Таким чином, для забезпечення зростання компанії необхідно перерозподілити контроль над компанією між колишніми власниками і новими стейкхолдерами. Дана дилема носить назву «дилема власника» [7, с. 334–335].

З одного боку, менеджмент компанії повинен забезпечувати ефективну операційну і стратегічну діяльність компанії, здійснюючи проекти з типовим для неї рівнями ризику і інтенсивності, а з іншого – задовольняти і відповідати вимогам за рівнем ризику прибутковості, ефективності окремих напрямів, утримання окремих показників у межах норми.

Важливо розуміти, що різні власники капіталу мають різні цілі і мотиви, зацікавлені в досягненні різних фінансово-економічних показників, мають різні можливості й умови інвестування. Відповідно, необхідно підібрати відповідне джерело фінансування, адже правильний вибір безпосередньо впливає на економіко-політичне становище, в якому знаходитиметься компанія.

Якщо розглядати різні зовнішні джерела фінансування з погляду суб'єктів, що надають фінансові

ресурси, то можливо виділити такі групи: кредитні ресурси, залучені у фінансових установах, ресурси, залученні у контрагентів та з використанням фондового ринку.

До кредитних джерел фінансування можна віднести короткострокові та довгострокові кредити, а також кредитну лінію.

Короткострокові кредити, які дають змогу компанії використовувати засоби, що надаються банком, видаються терміном погашення до одного року і покликані обслуговувати роботу оборотного капіталу позичальника, покриваючи складності в його ліквідній позиції, та допомогти вирішити поточні фінансові завдання компанії [2, с. 304]. Дане джерело короткострокового фінансування є одним із найбільш поширених. Найчастіше кредитування здійснюється під реалізацію продукції, виручка від якої буде коштами погашення. Фінансові ресурси, взяті в короткостроковий кредит, відрізняються від ресурсів з інших ресурсів високою вартістю капіталу.

Кредитна лінія передбачає, що компанія має доступ до грошових коштів банку в рамках певного ліміту. Різниця між кредитом і кредитною лінією полягає у тому, що компанія-позичальник має доступ до грошей не в момент укладення договору про отримання кредиту, а в будь-який момент часу, передбаченому тимчасовими рамками кредитної лінії, без додаткового документального оформлення.

Довгострокові банківські кредити є аналогом короткострокових, але з терміном погашення більше року. Оскільки часто кошти отримані таким шляхом на придбання і модернізацію необоротних активів, тобто основних засобів виробництва, то і термін окупності таких вкладення набагато більше, ніж у короткострокового кредиту, а отже, й очікувана прибутковість для кредитора значно нижче.

Під час надання довгострокових кредитів банки вимагають дотримання певних співвідношень між виплатами. Для компанії, що знаходиться на стадії зростання, дотримання даних вимог може становити труднощі. Навіть якщо компанія має відносно вільний доступ до різних джерел фінансування і відповідає всім вимогам інвесторів, компанія все одно повинна дотримуватися нормальних показників структури капіталу: співвідношення між власним і позиковим капіталом, яка визначає загальні витрати на весь залучений капітал.

Відносини з постачальниками, різного роду підрядниками, клієнтами або іншими нефінансовими компаніями так само породжують можливість використовувати різні інструменти залучення фінансування, крім короткострокових боргових зобов'язань, таких як вексель, факторинг та лізинг.

Так, вексель, який є борговим зобов'язанням, являє собою вид цінного паперу, який передбачає, що векселедержатель має безумовне право отримання грошового боргу з векселедавця через певний термін [3, с. 96].

Факторинг передбачає, що компанія надає факторній фірмі право на стягнення боргів із боржників до настання офіційного терміну їх оплати. При цьому в рамках факторингу виплачує продавцю (власнику боргу) суму з дисконтом, що часто не перевищує 90% від суми платежу. Частина платежу, що залишилася, перераховується держателю боргу після виплати по

зобов'язаннях компанією-позичальником за вирахуванням доходу фактор-фірми [2, с. 458]. Зазвичай факторинг забезпечує більш швидке отримання коштів, ніж за договором поставки від покупця, відповідно, привабливість даного джерела фінансування розкривається повною мірою для дрібних підприємств у разі форс-мажору, оскільки найчастіше вартість капіталу, що залучається таким чином, виявляється дешевше, ніж за допомогою короткострокових кредитів.

Лізинг являє собою угоду, згідно з якою орендар бере на себе зобов'язання здійснювати платежі, а натомість отримує приплив грошових коштів без необхідності негайно оплачувати фінансові активи [5, с. 678].

Найбільш об'ємним джерелом фінансування є фондовий ринок, через який може здійснюватися залучення необмежених фінансових ресурсів за допомогою випуску акцій або облігацій.

Акції привілейовані і звичайні, які є емісійними цінними паперами, що закріплюють права їх власника (акціонера) на отримання права отримати частину майна в разі ліквідації, на частину прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на голос у загальних зборах акціонерів, а також розраховує на отримання доходу у вигляді приросту капіталу, тобто зростання вартості акцій компанії. Купуючи акції, інвестор стає співвласником компанії, розділяючи з нею ризики й успіхи в рамках свого вкладеного капіталу [1, с. 48].

Емісія цінних паперів є дуже трудомістким і дорогим процесом. У разі здійснення первинної емісії акцій компанія емітент повинна пройти глибокий аудит незалежними зовнішніми аудиторами, а також інвестиційними банками, що ускладнює доступ до акціонерного капіталу представникам дрібного бізнесу. У результаті емісії компанії можуть залучити набагато більшу суму будь-яким іншим способом за умови правильного і своєчасного проведення емісії, тому метод дуже цікавий як потенційним інвесторам, так і компаніям-емітентам.

Власники звичайних акцій мають можливість отримувати дивіденди, розмір яких установлюється компанією, а також мають право голосу в загальних зборах акціонерів, тим самим здійснюючи безпосередній вплив на господарську діяльність акціонерного товариства. У разі залучення великих мажоритарних інвесторів важливо пам'ятати про ризики лобіювання інвестором власних інтересів на шкоду компанії і менеджменту.

Власники привілейованих акцій також отримують дохід у вигляді дивідендів, виплати за якими найчастіше трохи перевищують рівень по звичайних акціях, проте мають більше обмежень щодо управління акціонерним товариством і часто не мають права голосу на загальних зборах акціонерів. Так, одна з відмінних рис володіння привілейованими акціями полягає у тому, що в разі ліквідації компанії власники саме привілейованих акцій мають вищу пріоритетність під час розподілу майна.

Корпоративні облігації. Емісія цінних паперів здійснюється, коли менеджмент компанії прагне залучити фінансові ресурси і при цьому не допустити «розмиття» поточного капіталу за рахунок залучення капіталів нових власників [6, с. 57].

Тримач облігацій може розраховувати на отримання фіксованих виплат протягом усього періоду

позики, які називаються купонами, а також всієї номінальної вартості цінного паперу після закінчення дії облігації.

Із погляду витрат на капітал емісія облігацій є досить вигідною, оскільки ставка виплат установлюється самою компанією-емітентом, і вона зазвичай нижче ставки за кредитом. Однак процедура емісії досить складна, отже, такий спосіб залучення фінансування може використовуватися тільки великими компаніями.

Навіть у разі якщо компанія має відносно вільний доступ до різних джерел фінансування і відповідає всім вимогам інвесторів, вона все одно повинна дотримуватися нормальних показників структури капіталу: співвідношення між власним і позиковим капіталом, де збільшення питомої ваги зобов'язань збільшує витрати на їх забезпечення. Під час залучення нових інвесторів власник компанії несе додаткові витрати на обслуговування боргових зобов'язань, що обмежує розвиток бізнесу. Компанія опиниться під додатковим негативним впливом, і доведеться перерозподіляти витрати: шукати нових підрядників, витрати на яких будуть менше, а також здійснювати кадрові перестановки. Це змушує менеджмент або йти на більш ризиковані і, як наслідок, більш прибуткові проекти або відмовлятися зовсім від залучень зовнішніх фінансових ресурсів. У першому випадку разом зі зростанням фінансового ризику слабшають конкурентні переваги, що викликають зниження маневреності компанії. У разі ж якщо частка позикового капіталу нижче норми, компанія не використовує свої можливості в залученні і жертвує реалізацією додаткових проектів, на які могли б піти отримані кошти, щоб безпосередньо знизити стратегічну позицію компанії на ринку.

Залучення різних джерел фінансування здійснюється для отримання подальшого прибутку і підвищення її рівня. Так, залучені кошти можуть фінансувати операційну діяльність або бути спрямовані на здійснення ринкової експансії або модернізацію основних засобів. Під час здійснення діяльності із залучення джерел фінансування важливо зберегти фінансове здоров'я компанії і здійснювати постійну оптимізацію її фінансової структури, яка полягає у підвищенні ефективності використання поточних ресурсів, мінімізації витрат на забезпечення капіталу.

Поточні можливості компанії із залучення різних джерел фінансування є важливим чинником, який визначає пріоритетність у даний момент тих чи інших джерел. Так, часто найбільш доступним джерелом є кредити і позики без залучення великих інститутів: заборгованість перед постачальниками, оренда, факторинг і т. д., що підтверджується широкою поширеністю даних інструментів фінансування і простотою використання. Банківські короткострокові і довгострокові кредити отримати складніше, проте здійснення облігаційної емісії цінних паперів накладає спектр вимог на компанію, що не може виконати більшість компаній, це знижує пріоритетність інструменту. Найменш пріоритетним, а отже, останнім у ланцюжку залучень, буде залучення акціонерного капіталу за допомогою емісії акцій, що пояснюється високими вимогами до компанії як із погляду досягнення формальних показників, так і з погляду задоволення інтересу численних інвесторів, які надають гроші, купуючи акції.

Мінімізація витрат на забезпечення капіталу здійснюється за рахунок скорочення обсягу зобов'язань і мінімізації ризиків, що передбачає відмову від тих чи інших джерел фінансування. Порядок відмови від тих чи інших джерел так само залежить від можливостей компанії здійснити відмову. Так, відмовитися компанії від облігаційних зобов'язань найпростіше: їх погашення здійснюється в будь-якому разі, варто просто не здійснювати емісію, найчастіше облігаційні позики здійснюються на короткі періоди строком на рік. Кредити погашаються так само плановірно, але за взаємною згодою умови можуть в деяких випадках коригуватися, але іноді контрактні угоди складно порушити, що ускладнює прискорення погашення, проте інструмент і доступніший, що підвищує його затребуваність. Нижча пріоритизація відмови зобов'язань по виплаті дивідендів пояснюється складністю зміни дивідендної політики та зменшення обсягу коштів, що належать акціонерам. Так, рішення щодо зниження рівня дивідендної дохідності може не бути підтримано загальними зборами акціонерів, а викуп акцій компанією є досить складним процесом. Найбільш складним у відмові джерел залучених коштів є більш дрібні, що виникають у процесі взаємодії з клієнтами, підрядниками та іншими не інституційними представниками у силу сталості дрібних кредитно-дебіторських відносин.

Під час здійснення діяльності з оптимізації капіталу на користь залучення або відмови від того чи іншого джерела фінансування важливо враховувати такий фактор, як стан поточної привабливості, на яку впливають історичні події як досвід компанії у взаємодії з тими чи іншими власниками капіталу, а також участь компанії в різного роду подіях. Наприклад, агресивна дивідендна політика компанії в минулому може негативно відбитися на зацікавленості майбутніх міноритарних інвесторів в інвестуванні в компанію в майбутньому. Отже, за надання критичного негативного впливу тієї чи іншої дії на інвестиційну привабливість компанії від такої дії краще відмовитися.

За розширення або активної модернізації компанія потребує залучення капіталу, яке впливає на поточні фінансові ризики компанії і витрати на забезпечення капіталу. Джерела капіталу залучаються залежно від їх доступності, яка визначається шкалою пріоритетності.

Залучення кожного джерела фінансування повинно відповідати таким вимогам:

- Фінансові ризики після залучення повинні бути в рамках допустимого, орієнтиром рівня яких можуть служити середньогалузеві показники. У разі коли рівень фінансової залежності та інші показники, які впливають на ризикованість інвестування, перевищують середні по галузі, компанія може понести додаткові витрати у зв'язку з підвищенням вимог власників капіталу за рівнем забезпечення зобов'язань, адже великі ризики вимагають більш високої прибутковості. Окрім того, перевищення норм ризику тягне за собою ймовірність входження в стан нездатності забезпечувати зобов'язань у кризовій ситуації, що відбивається на ймовірності банкрутства.

- Рівень прибутковості після залучення фінансування повинен перевищувати середньозважені витрати на капітал, що забезпечує можливості компанії платити по рахунках.

– Рівень операційного левериджу має бути більшим за одиницю, що зумовлено необхідністю підвищення обсягу чистого прибутку в результаті збільшення обсягів виробництва, заради чого і здійснюється залучення зовнішніх джерел фінансування.

– Факт залучення додаткового інвестування не повинен наносити критичної шкоди ні іміджу компанії, ні інвесторам і кредиторам, що в іншому разі знизить інвестиційну привабливість компанії.

У разі невідповідності можливих наслідків залучення фінансування заданим вимогам від поточного джерела фінансування варто відмовитися і сконцентрувати увагу менеджменту на оптимізації структури капіталу, щоб створити можливість для подальшого ефективного залучення і використання залученого капіталу.

Підвищення ефективності здійснюється за рахунок підвищення віддачі капіталу і мінімізації витрат на капітал. Підвищення віддачі капіталу в першу чергу залежить від операційної ефективності компанії, про-

стежити яку можна за показниками рентабельності і важелів. Найчастіше здійснення підвищення операційної ефективності вимагає технічної модернізації виробництва, що вимагає додаткових фінансових ресурсів, проте створює можливості для щодо збільшення обсягів виробництва, що знижує питому вагу постійних витрат на одиницю продукції і тим самим підвищує маржинальність. Ефективність такого роду діяльності визначається таким показником, як операційний леверидж. Низькі показники важелю свідчать о недоцільності здійснення експансії і необхідності оптимізації. Діяльність зі скорочення витрат на капітал спрямована скорочення обсягу зобов'язань, порядок яких визначається пріоритетом відмов. У разі неможливості залучати додаткові ресурси й оптимізувати структуру капіталу компанії слід сконцентруватися на операційній оптимізації та мінімізації операційних витрат.

Увесь процес аналізу можна представити у вигляді алгоритму блок-схеми, яка представлена на рис. 1.

Рис. 1. Алгоритм формування структури капіталу

Джерело: складено автором

Висновки. За результатами дослідження встановлено, що рішення менеджменту здійснювати зростання підприємства тільки за рахунок власних коштів або тільки позикових є не лише неможливим, а й недоцільним.

Поряд із цим у разі залучення позикового капіталу залучаються також додаткові зацікавлені особи з тим або іншим ступенем впливу. Менеджмент повинен бути готовий до реструктуризації й органу влади в

організації. У разі ж відсутності готовності перерозподілу повноважень необхідно буде пожертвувати темпом зростання, який забезпечується позиковим капіталом. Бізнес повинен буде шукати спеціалізовані вузькі сегменти і в них йти, міняти свою бізнес-модель, що також несе додаткові нефінансові ризики. Ймовірно, результатом може бути поглинання компанії, оскільки завдання зростання не були вирішені.

Список використаних джерел:

1. Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів : навчальний посібник. Київ : КНЕУ, 1998. 152 с.
2. Непочатенко О.О. Фінанси підприємств : підручник Київ : ЦУЛ, 2013, 504 с.
3. Смолін І.В. Моделі стратегічного управління та умови їх застосування. *Статистика України*. 2003. № 4. С. 231–237.
4. Adizes I. Managing Corporate Lifecycles: Adizes Institute Publications, 2017. 553 p.
5. Richard A. Brealey Stewart C. Myers :Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Irwin ; 7th edition, 2003. 1020 p.
6. Van Horne James C., Wachowicz John M. Fundamentals of financial management. Pearson Education, Prentice-Hall, 2016. 794 p.
7. Wasserman N. The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink a Startup : Princeton University Press, 2013. 496 p.

References:

1. Mendrul O.Gh., Shevchuk I.A. (1998) Rynok cinnnykh paperiv: Navch. posibnyk [Securities market: textbook]. Kyiv: KNEU. (in Ukraine)
2. Nepochatenko O.O. (2013) Finansy pidpryjemstv: pidruchnyk [Enterprise finance: textbook]. Kyiv: CUL. (in Ukraine)
3. Smolin I.V. (2003) Models of strategic management and conditions of their application. *Statystyka Ukrainy*, vol. 4, pp. 231–237
4. Adizes I. (2017) Managing Corporate Lifecycles/ Adizes Institute Publications.
5. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers (2003) Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Irwin.
6. Van Horne James C., Wachowicz John M. (2016) Fundamentals of financial management. Prentice-Hall.
7. Wasserman N. (2013) The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink a Startup. Princeton University Press.