

В. Ф. Столяров,*доктор економічних наук,**Чернівецький торговельно-економічний інститут КНТЕУ,**м. Чернівці,***В. І. Островецький,***кандидат економічних наук,**Інститут фізичної економіки ім. С.А. Подолінського, м. Київ*

ОСНОВИ І ФАКТОРИ ФОРМУВАННЯ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ

Вступ. Метою будь-якої діяльності підприємства в сучасних умовах господарювання є підвищення його ринкової вартості. Тому, у процесах управління структурою капіталу підприємство орієнтується передусім на максимізацію вартості своїх акцій на основі оптимізації співвідношення між позиковими і власними джерелами фінансування. Надзвичайно висока питома вага позикового капіталу збільшує ризик банкрутства підприємства. На вибір рішень використання фінансування за рахунок власних або позикових коштів впливає режим оподаткування в певній юрисдикції. Жорсткий режим оподаткування (висока ставка оподаткування, менше можливостей використання прискореної амортизації і податкових преференцій) визначає привабливість позикового фінансування, оскільки грошові кошти, сплачені як відсотки, відносяться на собівартість, знижуючи базу оподаткування прибутку підприємства.

Підприємства, що здійснюють різні види економічної діяльності, крім загальних характеристик основних підходів у формуванні структури капіталу, мають ряд особливостей, зумовлених специфікою їх функціонування і розвитку в певній сфері. Саме наявність таких особливостей і визначає актуальність досліджень, спрямованих на виявлення і визначення, а також підготовку пропозицій щодо удосконалення основних підходів у формуванні структури капіталу залежно від виду економічної діяльності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Проблемам формування фінансового капіталу та моделювання його раціональної структури присвячено багато досліджень, у яких комплексно розкриваються основні положення, а також окремі аспекти управління фінансами підприємств. Особливості оцінки фінансових активів та формування вартості компаній розкриваються в роботах Ф. Блека, Дж. Б. Вільямса, Дж. Дж. Лінтнера, Б.Г. Малкієла, Г. Марковіца, Я. Мойссіна, М. Скоулза, Ю. Фама, У. Шарпа та інших. Аналізу структури капіталу підприємства, зокрема для цілей оцінки його платоспроможності та фінансової стійкості, присвячені праці Е. Альтмана, У. Бивера, Дж. Б. Вільямса, М. Гор-

дона, М. Дженсена, Г. Дональдсона, Д. Дюрана, Р. Літценбергера, У. Меклінга, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Майерса, К. Рамасвами та інших.

Питанням управління фінансами підприємств, у тому числі, на основі оптимізації структури фінансового капіталу, присвячені праці провідних вітчизняних вчених, зокрема, Л.М. Алексеєнко, І.А. Бланка, О.Д. Василика, Н. М. Десвої, О.П. Кириленко, А.І. Крисоватого, М.І. Крупки, І.О. Лютого, Л.О. Омелянович, С.М. Онишко, В.М. Опаріна, В.М. Федосова, О.П. Чернявського, С.І. Юрія та інших.

Проте, в результаті постійних змін умов ведення господарської діяльності (зміни акцентів державного регулювання господарської діяльності та ринків капіталу, модернізація форм звітності), обумовленої розвитком зовнішнього середовища, методико-аналітичні дослідження, спрямовані на вдосконалення основних підходів управління фінансами підприємств не втрачають своєї актуальності. Особливий інтерес у цьому сенсі представляють дослідження, що спрямовані на виявлення галузевих відмінностей структури фінансового капіталу та особливостей у підходах щодо її оптимізації.

Формулювання цілей статті й аргументування актуальності завдання. Метою цього методико-аналітичного дослідження є виявлення відмінностей в структурі фінансового капіталу підприємства, обумовлених особливостями сфери діяльності компанії (на підставі аналізу результатів досліджень, проведених за цим напрямом з урахуванням зарубіжного досвіду), а також емпіричних даних щодо господарської діяльності підприємств України. Досягненню поставленої мети сприяло вирішення ряду завдань, а саме:

- систематизація і охарактеризування чинників, що впливають на формування структури фінансового капіталу підприємства;

- аналіз основних підходів і концепцій, які використовуються на практиці для оптимізації структури капіталу;

- виділення і обґрунтування особливостей формування структури капіталу підприємствами залежно від сфери діяльності.

Викладення основного матеріалу. В теорії та на практиці структура капіталу підприємства розглядається як співвідношення між власними і позиковими джерелами фінансового забезпечення його діяльності. Структура капіталу підприємства визначає склад та джерела фінансових ресурсів, що необхідні для оновлення основного капіталу, вартість підприємства та рентабельність операційної діяльності, його здатність генерувати прибуток, а також дозволяє оцінити ризики фінансових вкладень.

Раціональне формування структури капіталу сприяє мінімізації витрат і максимізації ринкової вартості підприємства.

Питання оптимізації структури капіталу підприємства набувають особливої актуальності в процесі формуванні його коротко- і довгострокових цілей розвитку підприємства, оскільки раціональне використання боргового фінансування підвищує рівень рентабельності підприємства завдяки ефекту фінансового левериджу.

Формула розрахунку фінансового левериджу (важеля, плеча), що розроблена американськими економістами [1-4] виглядає наступним чином:

$$EФВ = (1 - СПП) (ROA_e - CPCB) * ПК / BK, \quad (1)$$

де **EФВ** – ефект фінансового важеля, що відображає зміни коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %; **СПП** – ставка податку на прибуток; **ROA_e** – коефіцієнт економічної рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %; **CPCB** – середньозважена розрахункова ставка відсотків (вартість позикових ресурсів у відношенні до їх обсягу), %; **ПК** – величина позикового капіталу в пасивах підприємства; **BK** – величина власного капіталу у пасивах підприємства.

Рівняння дозволяє оцінити залежність рентабельності власного капіталу від трьох чинників:

- 1) частки позикового капіталу в його загальній структурі (плече);
- 2) ставки податку на прибуток;
- 3) ефективності використання активів (різниця між економічною рентабельністю і розрахунковою процентною ставкою (диференціал)).

Перевищення рентабельності капіталу над її середнім рівнем визначає доцільність використання позикового фінансування, оскільки створює позитивний залишок грошових ресурсів після виплати відсотків. У той же час, нераціональне використання активів підприємства передбачає використання власних коштів для фінансування, оскільки, в іншому випадку, виникає додаткове відволікання прибутку на обслуговування боргів.

На формування структури капіталу впливають ряд факторів, які розділяють на зовнішні і внутрішні. До зовнішніх належать макроекономічні (розвиненість ринків капіталу і динаміка основних макроекономічних змінних) і інституційні (ставки опо-

даткування і обов'язкового резервування, досконалість правової системи в частині захисту прав власників та інвесторів) чинники, а також бізнес-ризиків (політичні, інфляцію, зміни обмінного курсу, облікової ставки тощо). До внутрішніх – особливості галузі (тривалість проектів, необхідні обсяги фінансування, рівень постійних витрат), розмір компанії, рівень кваліфікації працівників.

Отже, здійснюючи аналіз відмінностей в структурі фінансового капіталу підприємств, перш за все необхідно розглянути показники, що її характеризують, а також чинники, що впливають на співвідношення власних і позикових коштів підприємства. До останніх належать обсяги виробництва і обороти, їх стабільність, рівень і динаміка рентабельності, структура активів, оподаткування, кредитна історія підприємства, стан ринку капіталу, ринкова позиція [5-6].

З урахуванням специфіки виду економічної діяльності оптимізацію структури капіталу здійснюють шляхом раціоналізації співвідношень між статтями активів і пасивів балансу. Головною метою цих заходів є максимізація вартості підприємства та підвищення рівня рентабельності із одночасною мінімізацією вартості капіталу (відсотків на його обслуговування), а також підприємницьких ризиків (банкрутства, неповернення вкладень, обслуговування боргу). Рентабельність капіталу (ROE), її максимізація, розглядається як один з основних індикативних показників і цільових орієнтирів досягнення фінансової стійкості та прибутковості підприємства у середньостроковій перспективі [7].

Серед базових підходів оптимізації структури капіталу виділяють розрахунок фінансового (приріст рентабельності власного капіталу завдяки залученню позикового) і виробничо-фінансового левериджу (взаємозв'язку між валовим прибутком, витратами і чистим прибутком), EBIT – EPS – підхід (порівняння джерел фінансування), а також метод ДЮПОН (розрахунок прибутковості власного капіталу на підставі факторів, що на неї впливають).

Роль зовнішнього фінансування у забезпеченні функціонування підприємства підвищується в умовах зростання змінних і постійних витрат. Цей процес характеризується нарощуванням обсягів виробництва, темпів обертів ресурсів підприємства, нарощуванням дебіторської заборгованості. Компанії з високою рентабельністю, як правило, мають більш низьку частку позикових коштів у структурі фінансового капіталу, оскільки вони генерують достатні обсяги прибутку. А підприємства, які оперують значними активами загального призначення, що використовуються на обслуговування боргових зобов'язань, мають більше можливості щодо нарощення частки позикових коштів у структурі пасиву.

У процесі формування і реалізації фінансової політики підприємство змушене враховувати макро-

економічну динаміку і податкову політику держави в частині зміни ставки оподаткування. На думку окремих дослідників, збільшення ставок оподаткування призводить до підвищення левериджу підприємства, а зменшення не впливає на боргове навантаження. Звичайні умови придбання кредитних ресурсів, які суттєво впливають на можливості підприємств щодо формування оптимальної структури капіталу, створюються попитом і пропозицією на ринку позикового капіталу [8-9].

У теорії формування і управління капіталом розроблено значну кількість методологічних підходів, які дозволяють оптимізувати структуру капіталу, вибудувати ієрархію джерел надходжень з урахуванням макроекономічних особливостей економіки та галузевої належності підприємства, а також його життєвого циклу. Базовою концепцією управління капіталом визнається теорія Модільяні-Міллера (M & M), яка ґрунтується на припущенні, що вартість компанії залишається незмінною за різної структури капіталу [10]. В процесі її удосконалення була розроблена модифікація M & M з урахуванням «податкового щита», що враховує віднесення відсотків з обслуговування кредитів на собівартість, а також ймовірні витрати на подолання фінансових труднощів компанії.

На підставі проведених досліджень було виведено оптимальне співвідношення боргового навантаження в пасивах компанії в межах 30-40%. M & M на практиці використовується для розрахунку оптимальної боргового навантаження підприємства і носить назву «компромісної» (Trade-off mode). Компромісна модель враховує переваги застосування «податкового щита», розраховуючи величину якого компанія враховує зміни кредитної і податкової ставки. У міру зростання підприємства, перший компонент «податкового щита» – кредитна ставка, може зменшуватися в результаті диверсифікації джерел фінансування, а також «ефекту масштабу».

Відповідно до положень компромісної теорії леверидж залежить від чотирьох чинників: рентабельності, частки основних засобів в структурі активів, розміру компанії та «податкового щита» (NDTS) [11]. При чому, він знаходиться в зворотній залежності від рентабельності підприємства.

У компромісній моделі визначальним компонентом є витрати банкрутства, які, як зазначають окремі експерти, мають тенденцію до зменшення (відношення прямих витрат до вартості компанії) у міру зростання вартості підприємства [12].

Витрати банкрутства знаходяться в межах 1-2% вартості всіх активів боржника. Виділяються прямі (вартість процедури) і непрямі (втрата репутації) витрати банкрутства. Облік непрямих витрат є ускладненим завданням, оскільки передбачає їх співвіднесення з середньогалузевими значеннями продажів [13-14].

Аналіз результатів господарської діяльності, що здійснений за звітністю компаній в Японії, свідчить про те, що частка ліквідних оборотних активів у ліквідних зобов'язаннях знаходиться у прямій залежності від ймовірності банкрутства, рівень якого впливає і на макроекономічну динаміку. При цьому, розміри компанії прямо визначають ймовірність банкрутства: у міру зростання компанії ймовірність банкрутства знижується [15-17].

Одночасно із «компромісною» теорією оптимізації структури капіталу широке застосування знайшла теорія ієрархії джерел фінансування (POT – Pecking order theory), суть якої полягає в найбільш вигідному розташуванні фінансування в такій послідовності:

- 1) нерозподілений прибуток;
- 2) боргові джерела;
- 3) інструменти власного капіталу, акції.

Модель ієрархії фінансування враховує зміни оборотного капіталу, чисту зміну операційного грошового потоку, дивіденди і капітальні витрати та пояснює варіювання боргового навантаження на компанію [18-20]. Відзначається, що підприємства доцільно класифікувати залежно від використовуваних ними фінансових інструментів. Серед значущих недоліків моделі виділяють складність графічної інтерпретації отриманих результатів [21].

В теорії розроблено модифікацію теорії ієрархії для малого і середнього бізнесу, згідно з якими порядок джерел фінансування розташовується наступним чином:

- 1) реінвестування прибутку;
- 2) короткострокове боргове фінансування;
- 3) довгострокове фінансування;
- 4) акціонерний капітал власників;
- 5) акціонерний капітал третіх осіб [22].

Аналізуючи компанії малого та середнього бізнесу на підставі порівняння трьох підходів: бихевіористської (визначення боргового навантаження у відповідності з середньогалузевим левериджем), компромісного і теорії ієрархії, дослідники дійшли до висновків, що вигоди від використання «податкового щита» незначні, але суттєво впливають на стан (недостатність або надлишок) внутрішніх фондів [23]. Проте, керуючись результатами досліджень останніх років, можна стверджувати, що практична значимість теорії ієрархії фінансування в цілому знижується [24].

Структура капіталу компанії варіює також залежно від резидентної приналежності підприємства. Наприклад, підприємства США залучають більше довгострокового фінансування, в той час, як компанії в країнах, що розвиваються, дозволяють більш високе відношення кредиторської заборгованості до пасивів. У державах з високим рівнем захисту прав акціонерів боргове навантаження на компанії ниж-

че, а фінансовий дефіцит в країнах, що розвиваються погашається здебільшого за рахунок власних фінансових ресурсів.

У науковій літературі зазначається, що структура капіталу залежить також від віку підприємства, який є однією зі складових левериджу, оскільки результативність компанії визначається накопиченими знаннями, репутацією, зв'язками з кредиторами [25-29].

Обмеження на законодавчому рівні максимально допустимого боргового навантаження (*thin capitalization rules*) також впливають на структуру фінансового капіталу компанії. Обмеження накладаються на значення левериджу, перевищивши яке підприємства втрачають право на віднесення витрат на обслуговування боргу до собівартості [30].

На обрання джерел фінансування, відповідно, і на структуру капіталу суттєво впливає розвиненість банківської системи (ступінь її монополізації, розвиненість фондового ринку), яка обумовлює форми залучення капіталу: у вигляді кредитів або шляхом емісії цінних паперів (акції, облігації). Встановлено, що зниження чистого прибутку корпорацій супроводжується збільшенням чистого банківського кредиту. У той же час, ринки капіталу в міру свого розвитку привертають більше підприємств, обумовлюючи зниження попиту на пряме банківське кредитування [31-34].

Циклічність економіки (динаміка ВВП на душу населення, процентних ставок, інфляції, реального зростання обсягів виробництва) також впливає на величину левериджу. Вважається, що при зростанні ВВП на душу населення середній леверидж збільшується. В цілому, експерти сходяться на тому, що рішення щодо боргового фінансування розвитку підприємств мають переважно проциклічний характер, а фінансування за рахунок зовнішніх джерел використовується в моменти спаду економіки. При цьому, ймовірність банкрутства зростає у тих підприємств, які залучають боргове фінансування в моменти зростання економіки [35-36].

Серед галузевих особливостей формування структури капіталу виділяють ряд факторів, а саме: тривалість операційного циклу, стан і ступінь зносу основних фондів, наявність заборгованості, зокрема, щодо виплати заробітної плати та розрахунків з бюджетом. Так, доступ до кредитних ресурсів традиційно ускладнений у галузях важкої промисловості, які характеризуються високою капіталомісткістю і низькою рентабельністю, а також довгими операційними циклами (наприклад, суднобудівні підприємства). Такі компанії розглядаються як найбільш ризикові і агресивні позичальники.

У той же час, наявність значної кредиторської і дебіторської заборгованості, що характерно для підприємств, які безпосередньо реалізують продукцію кінцевим споживачам в умовах низької платіжної

дисципліни, також обумовлює певні труднощі у формуванні структури капіталу за рахунок боргового фінансування. Перш за все, це комунальні підприємства, підприємства сфери торгівлі, комерційні банки.

Для оцінки кредитоспроможності підприємства, на підставі якої приймається рішення про надання доступу до джерел боргового фінансування, використовуються рейтингові оцінки, розробкою і моніторингом яких займаються спеціальні агентства. Серед найбільш відомих і авторитетних рейтингових агентств необхідно виділити: "Standart & Poors" (S & P); "Moody's"; "Fitch-IBCA"; "Salomon Brothers"; "Value Line Investment Surve". У рейтингових системах позичальникам присвоюються категорії ризику, що мають літерні сполучення. У середині кожного класу застосовуються знаки «+» і «-». Аналогічні шкали використовують рейтингові агентства регіонального значення. На практиці, переміщення вгору на один щабель у рейтингу призводить до зниження вартості обслуговування позики на 0,2-0,5%.

Розглянемо особливості формування структури капіталу підприємствами України в розрізі видів економічної діяльності, відповідно виділивши галузеві особливості структури оборотних активів (табл. 1) та співвідношень власного капіталу і довгострокових зобов'язань (табл. 2).

Особливістю фінансової діяльності підприємств України є значні обсяги дебіторської заборгованості, за рахунок якої формується значна частина оборотних активів практично у всіх видів діяльності. Значні обсяги дебіторської заборгованості характеризує незадовільний стан платіжної дисципліни в цілому. Найкритичніше становище відзначається у підприємств нерухомості – 68,6%, промисловості – 63,2, торгівлі – 59,4%.

Найбільшими обсягами грошових коштів в структурі оборотних активів оперують підприємства освіти – 35%, що може пояснюватися наявністю насамперед бюджетного фінансування, а також підприємства інформації та телекомунікацій. Поточні фінансові інвестиції найактивніше використовують підприємства фінансової і страхової діяльності – 33,7%, а також адміністративної діяльності. Відносно виробничих запасів, то тут лідерами є підприємства сільського господарства – 31,6%, промисловості – 25,2 і будівництва – 24,7%.

Структура пасиву суб'єктів господарювання України в розрізі видів економічної діяльності станом на 31 грудня 2014 року наведено в табл. 2. Найбільш високу частку власного капіталу в пасиві балансу (частина активів після вирахування зобов'язань) у 2014 році демонструють підприємства сфери освіти – 72,5%, адміністративної діяльності – 69,5, науки – 43,7, сільського господарства – 42, транспорту – 41%.

Таблиця 1

**Структура оборотних активів підприємств України в розрізі
видів економічної діяльності у 2014 році**

	Всього	У тому числі						
		З	БА	ДБ	ПФІ	ГВ	ВМП	ІОА
Всього	100	20,0	0,4	60,0	7,6	7,6	1,8	2,5
Сільське, лісове та рибне господарство	100	31,6	4,5	56,6	0,6	3,5	0,9	2,3
Промисловість	100	25,2	0,1	63,2	1,4	6,3	1,7	2,1
Будівництво	100	24,7	0,0	53,2	10,6	4,7	1,8	5,1
Оптова та роздрібна торгівля	100	21,2	0,0	59,4	7,8	7,3	1,8	2,4
Транспорт	100	16,1	0,0	58,3	1,9	12,7	8,6	2,4
Громадське харчування	100	17,3	0,0	57,1	4,6	12,1	4,3	4,6
Інформація і телекомунікації	100	8,1	0,0	51,1	5,8	30,2	2,0	2,9
Фінансова та страхова діяльність	100	0,6	0,0	53,8	33,7	8,7	0,4	2,8
Нерухомість	100	6,0	0,0	68,6	11,1	7,3	3,2	3,8
Наукова діяльність	100	14,8	0,0	62,1	9,7	11,5	0,5	1,5
Адміністративна діяльність	100	6,2	0,0	56,0	24,4	8,2	2,2	3,0
Освіта	100	8,2	0,0	49,3	1,2	35,0	3,1	3,2
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	100	20,8	0,0	53,3	5,5	13,8	4,3	2,4
Культура, спорт, відпочинок, розваги	100	8,2	0,0	50,7	10,8	9,7	6,4	14,2
Інше	100	13,5	0,0	63,7	9,0	9,3	2,5	2,1

Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – 2016. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Де: **З** – запаси; **БА** – біологічні активи; **ДБ** – дебіторська заборгованість; **ПФІ** – поточні фінансові інвестиції; **ГВ** – грошові кошти; **ВМП** – витрати майбутніх періодів; **ІОА** – інші оборотні активи.

У той же час, найменша питома вага власного капіталу в структурі пасиву балансу мали підприємства оптової торгівлі – (-2)%, будівництва – 1,2, інформації та телекомунікацій – 4,1%.

Найвищу частку довгострокових зобов'язань в пасиві балансу мали підприємства нерухомості –

44,6 відсотка, громадського харчування – 40,5, будівництва – 36,2, інформації та телекомунікацій – 31,9, медицини – 31,8%. Щодо поточних зобов'язань, то найбільшими за обсягами вони виявилися у підприємств торгівлі – 85%, телекомунікацій – 63,9 і будівництва – 62,7%.

Таблиця 2

Структура пасиву підприємств України в розрізі видів економічної діяльності у 2014 році

	Баланс	У тому числі		
		Власний капітал	Довгострокові зобов'язання	Поточні зобов'язання
Всього	100	24,7	22,7	52,6
Сільське, лісове та рибне господарство	100	42,0	16,1	41,9
Промисловість	100	28,8	23,5	47,7
Будівництво	100	1,2	36,2	62,7
Оптова та роздрібна торгівля	100	-2,0	17,0	85,0
Транспорт	100	41,0	18,3	40,8
Громадське харчування	100	12,2	40,5	47,3
Інформація та телекомунікації	100	4,1	31,9	63,9
Фінансова та страхова діяльність	100	38,3	21,0	40,1
Нерухомість	100	9,0	44,6	46,4
Наукова діяльність	100	43,7	18,2	38,1
Адміністративна діяльність	100	69,5	9,9	20,6
Освіта	100	72,5	4,3	23,2
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	100	29,7	31,8	38,5
Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок	100	34,3	30,2	35,5
Надання інших видів послуг	100	25,6	11,8	62,6

Джерело: Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – 2016. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Оцінки відповідних співвідношень у табл. 1-2 дозволяють стверджувати про переважання боргового фінансування у видах діяльності, в яких здійснюється виробництво і реалізація послуг кінцевим

споживачам. У той же час, ця заборгованість формується, крім залучення боргового фінансування, в результаті несвоєчасної оплати за поставлену продукцію. У зв'язку з чим, визначаючи галузеві особливо-

сті структури капіталу, необхідно зауважити про певні складнощі у використанні фінансового левериджу в цих видах діяльності, що обумовлюються труднощами залучення додаткового боргового фінансування.

Значні відмінності в структурі оборотних активів підприємств залежно від видів діяльності свідчить про істотні відмінності в основних підходах щодо фінансового забезпечення господарської діяльності. Означене обумовлює особливості основних пропорцій у структурі капіталу залежно від виду діяльності. Так, підприємства зі значною частиною довгострокових зобов'язань в пасиві балансу, підприємства сфери нерухомості, громадського харчування, будівництва, інформації та телекомунікацій, медицини (див. табл. 2), характеризуються відносно низькою часткою грошових коштів в структурі оборотних активів (див. табл. 1).

Разом з тим, підприємства, що здійснюють свою діяльність у сфері освітніх послуг, маючи найбільшу питому вагу власного капіталу в структурі пасивів, характеризуються найбільшою часткою грошових коштів в оборотних активах. Такі особливості пояснюються, зокрема, наявністю фінансування державного замовлення із державного та місцевих бюджетів України.

Висновки. Підводячи підсумки дослідження відмінностей в структурі фінансового капіталу підприємств залежно від виду економічної діяльності на підставі узагальнення зарубіжного досвіду та його апробації на прикладі України, слід зазначити наступне:

1. Фінансовий капітал підприємства, способи формування його структури (комплекси фінансування) в теорії і на практиці управління компанією розглядаються як основні чинники, що безпосередньо впливають на її ринкову вартість. Обрання комплексу фінансування, а саме, фінансове забезпечення за рахунок власних коштів, емісії цінних паперів або придбання кредитних ресурсів, в кінцевому рахунку, визначає сукупну вартість підприємства і його прибутковість при зміні співвідношення власного капіталу та боргових зобов'язань. Нарощування обсягів позикового капіталу сприяє підвищенню рентабельності підприємства, однак, при цьому, зростають ризики банкрутства, знижується його фінансова стійкість.

2. Фінансовий капітал компанії є достатньо складним та структурованим об'єктом, оскільки його окремі складові потребують специфічних підходів управління. Структура фінансового капіталу підприємств, що здійснюють господарську діяльність у різних видах економічної діяльності, має суттєві відмінності, пов'язані з особливостями виробництва і реалізації товарів (робіт, послуг), платіжною дисципліною, тривалістю операційних циклів, рівнем зносу парку основних фондів, питомою вагою грошових коштів в оборотних активах, а також

кредитним рейтингом компанії, який присвоюється спеціальним рейтинговим агентством.

3. Формування структури фінансового капіталу компанії відбувається під впливом зовнішніх і внутрішніх факторів. До зовнішніх належать:

1) динаміка макроекономічних показників і циклічність економіки;

2) ставка оподаткування і обов'язкового резервування, а також розвиненість правового поля в частині захисту прав акціонерів та інвесторів;

3) бізнес-ризиків (платіжна дисципліна, стабільність правового поля, резидентна приналежність компанії, інфляція, зміна облікової ставки та обмінного курсу);

4) розвиненість регіонального та динаміка світового ринку капіталів.

Серед внутрішніх чинників впливу на структуру фінансового капіталу компанії, найбільш значущими є:

1) вид економічної діяльності і його особливості (обсяги постійних і змінних витрат виробництва);

2) вік і розмір компанії (ефект масштабу), а також рівень професійної підготовки персоналу;

3) тривалість операційного циклу і капіталомісткість підприємства;

4) диверсифікація джерел фінансування.

Серед перспективних напрямків подальших досліджень особливостей формування структури фінансового капіталу залежно від сфери діяльності можна позначити дослідження:

1) впливу циклічності економіки на структуру фінансового капіталу компаній залежно від виду економічної діяльності;

2) ефективності державного регулювання господарської діяльності в частині оподаткування (розмір податкової ставки, оподаткування відсотків і дивідендів, податкова амортизація);

3) параметрів, що впливають на розмір кредитної ставки на ринку кредитних ресурсів.

Література

1. **Брейли Р.** Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 2004.
2. **Росс С.А.** Основы корпоративных финансов / С.А. Росс, Р.В. Вестерфилд, В.Д. Джордан. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
3. **Ф. Ли Ченг.** Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ф. Ли Ченг, Дж. И. Финнерти. – М.: ИНФРА-М, 2000.
4. **Бригхем Ю.** Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски.; пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. – СПб. Экономическая школа, 1997.
5. **Ван Хорн Джеймс С.** Основы финансового менеджмента / Джеймс С. Ван Хорн, Джон М. Вахович; пер. с англ. – 12-е изд. – М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2008. – 1232 с.
6. **Ван Хорн Дж. К.** Основы управления финансами: Пер. с англ. / Гл. ред. Серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 800 с.
7. **Fitzpatrick P.J.**

- Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies, Washington, DC: The Accountants Publishing Co., 1923; Fitzpatrick P.J. Symptoms of Industrial Failures. Washington, DC: Catholic University of America, 1931.
8. **Vegh C.** How is Tax Policy Conducted over the Business Cycle? [Електронний ресурс] / C. Vegh, G. Vuletin // NBER Working Paper No. 17753. – 2012. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w17753>.
9. **Heider F.** As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from Exogenous State Tax Changes [Електронний ресурс] / F. Heider, A. Ljungqvist // AFA 2013 San Diego Meetings Paper. – 2013. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024200.
10. **Modigliani F.** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [Електронний ресурс] / F. Modigliani, M.H. Miller // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261-297. – Режим доступу: http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/3_20140507105115_01.pdf.
11. **Zhang R.** Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure in Japanese firms [Електронний ресурс] / R. Zhang, Y. Kanazaki // International Journal of Accounting and Information Management. – 2007. – Vol. 15, Issue 2. – P. 24 – 36. – Режим доступу: <http://centerforpbefr.rutgers.edu/2007/Papers/153-pecking%20order.pdf>.
12. **Warner J.** Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association / J. Warner // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, Issue 2. – P. 337-347.
13. **LoPucki L.M.** The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases [Електронний ресурс] / L.M. LoPucki, J.W. Doherty // Journal of Empirical Legal Studies. – 2004. – Vol. 1, Issue 1. – P. 111–141. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=419280>.
14. **Bhabra G.** Is Bankruptcy Costly? Recent Evidence on the Magnitude and Determinants of Indirect Bankruptcy Costs [Електронний ресурс] / G.S. Bhabra, Y. Yao // Journal of Applied Finance & Banking. – 2011. – Vol. 1, No.2. – pp. 39-68. – Режим доступу: http://www.sciencpress.com/Upload/JAFB/Vol%201_2_3.pdf.
15. **Kageyama N.** Bankruptcy Dynamics in Japan: A System Estimation Approach [Електронний ресурс] / N. Kageyama, N. Harada // Proceedings of the 51st Annual Meeting of the ISSS. – 2007. – Режим доступу: <http://journals.iss.org/index.php/proceedings51st/article/viewFile/538/245>.
16. **Moravec T.** The bankruptcy in the Czech Republic - influence of macroeconomic variables [Електронний ресурс] / T. Moravec. – 2013. – Режим доступу: <http://www.slu.cz/opf/cz/informace/acta-aca-demica-ka-rviniensia/casopisy-aak/aak-rocnik-2013/do-cs-3-2013/Moravec.pdf>.
17. **Novakimian A.** Are Corporate Default Probabilities Consistent with the Static Tradeoff Theory? [Електронний ресурс] / A. Novakimian, A. Kayhan, S. Titman // NBER Working Paper No. 17290. – 2011. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w17290>.
18. **Atiyet B.A.** The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory: Comparison of the Alternative Explanatory Power in French Firms [Електронний ресурс] / B.A. Atiyet // Journal of Business Studies Quarterly. – 2012. – Vol. 4, No. 1. – pp. 1–14. – Режим доступу: http://jbsq.org/wp-content/uploads/2012/09/JBSQ_Sept2012-1.pdf.
19. **Shyam-Sunder L.** Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure [Електронний ресурс] / L. Shyam-Sunder, S.C. Myers // Journal of Financial Economics. – 1999. – № 51. – pp. 219–244. – Режим доступу : http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/SM_Testing_JFE.pdf.
20. **Ramlall I.** Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory [Електронний ресурс] / I. Ramlall // International Research Journal of Finance and Economics. – Issue 31, 2009. – pp. 83–92. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1480280.
21. **Chirinko R.S.** Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment [Електронний ресурс] / R.S. Chirinko, A.R. Singha // Journal of Financial Economics. – № 58, Issue 3. – 2000. – pp. 417-425. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=251872.
22. **Zoppa A.** Pecking order theory and the financial structure of manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey [Електронний ресурс] / A. Zoppa, R.G.P. McMahon // Working paper. – Режим доступу: <http://www.flinders.edu.au/sabs/business-files/research/papers/2002/02-01.pdf>.
23. **Swinnen S.** CAPITAL STRUCTURE IN SMEs: PECKING ORDER VERSUS STATIC TRADE-OFF, BOUNDED RATIONALITY AND THE BEHAVIOURAL PRINCIPLE [Електронний ресурс] / S. Swinnen, W. Voordeckers, S. Vandemaele // Working paper. – 2005. – Режим доступу: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/250-swinnen_paper.pdf.
24. **Frank M.** Testing the pecking order theory of capital structure [Електронний ресурс] / M.Z. Frank, V.K. Goyal // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 67. – P. 217-248. – Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/PhD/papers/FG_Testing_JFE.pdf.
25. **Seifert B.** Pecking Order Behavior in Emerging Markets [Електронний ресурс] / B. Seifert, H. Gonenc // Working paper. – 2008. – Режим доступу: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2008-athens/Gonenc.pdf>.
26. **Cheng M.** How Does Ownership Structure Effect Capital Structure and Firms Performance? Evidence from Taiwan [Електронний ресурс] / M. Cheng, Z. Tzeng // Global Review of Accounting and Finance. – 2011. – Vol. 2, No. 2. – P. 68. – Режим доступу: <http://www.globalraf.com/static/documents/September/2011/5.%20Zuwei.pdf>.
27. **Petersen M.** The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships [Електронний ресурс] / M.A. Petersen, R.G. Rajan // NBER Working Paper No. 4921. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w4921>.

org/papers/w4921. 28. **Hall G.** Determinants of the capital structures of European SMEs / G. Hall, P. Hutchinson, N. Michaelas // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 2004. – Vol. 31, Issue 5-6. – P. 711 – 728. 29. **Ezeoha A.** Firm Age, Collateral Value, And Access To Debt Financing In An Emerging Economy: Evidence From South Africa [Електронний ресурс] / A. Ezeoha, F. Botha // *SAJEMS NS* 15. – 2012. – No. 1. – P. 57. – Режим доступу: <http://sajems.org/index.php/sajems/article/view/138/140>. 30. **Hazak A.** Statutory Regulations and Companies' Capital Structure: EU Based Empirical Study / A. Hazak // *The International Journal of Applied Economics and Finance*. – 2009. – Vol. 3 (1). – P. 1–11. 31. **Mayer C.** Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development [Електронний ресурс] / C. Mayer // *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. – 1990. – P. 307 – 332. – Режим доступу: <http://www.nber.org/chapters/c11477>. 32. **Rajan R.G.** What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data [Електронний ресурс] / R.G. Rajan, L. Zingales // *Journal of Finance*. – 1995. – Vol. 50, No. 5. – Режим доступу: <http://demo.uib.es/courses/corporatefinance/Teresa/Rajanzingales.pdf>. 33. **Giannetti M.** Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices [Електронний ресурс] / M. Giannetti // *Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference; EFA 0042*. – P. 1 – 39. – Режим доступу: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/giannetti.pdf>. 34. **Gurcharan S.** A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries / S. Gurcharan // *International Research Journal of Finance and Economics*. – 2010. – Issue 47. – P. 34. 35. **Bas T.** Determinants of Capital Structure in Developing Countries [Електронний ресурс] / T. Bas, G. Muradoglu, K. Phylaktis // *Working paper*. – 2009. – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.175.6261>. 36. **Castro P.** The role of life cycle on capital structure [Електронний ресурс] / P. Castro, M. Tascon, V. Amor-Tapia // *Working paper*. – Режим доступу: <http://www.aeca1.org/xvencuentroaeca/cd/34b.pdf>.

Столяров В. Ф., Островецький В. І. Основи і фактори формування структури фінансового капіталу підприємств

Розглянуто проблеми формування фінансового капіталу підприємства, а також його структури залежно від впливу різноманітних факторів. Проаналізовано основні підходи оптимізації обсягів власного і позикового капіталу, а також чинники, які впливають на співвідношення цих пропорцій.

Виявлено та охарактеризовано особливості формування структури фінансового капіталу компаній під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів. Серед зовнішніх факторів найбільш значу-

щими є: макроекономічна динаміка; поточна грошово-кредитна та бюджетно-податкова політика; бізнес-ризик; розвиненість ринків капіталу. Основними внутрішніми факторами є: вид економічної діяльності; вік та розмір компанії; тривалість операційних циклів виробництва.

Ключові слова: фінансовий капітал, актив і пасив балансу, оборотні активи, оподаткування, кредитний рейтинг, вид економічної діяльності.

Столяров В. Ф., Островецький В. І. Основи і фактори формування структури фінансового капіталу підприємств

Рассмотрены проблемы формирования структуры финансового капитала предприятия в зависимости от влияния различных факторов. Проанализированы основные подходы оптимизации объемов собственного и заемного капитала, а также факторы, влияющие на соотношение этих предложений.

Выявлены и охарактеризованы особенности формирования структуры финансового капитала компаний под влиянием внешних и внутренних факторов. Среди внешних факторов наиболее значимы: макроэкономическая динамика; текущая денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика; бизнес-риски; развитость рынков капитала. Основными внутренними факторами являются: вид экономической деятельности; возраст и размер компании; продолжительность операционных циклов производства.

Ключевые слова: финансовый капитал, актив и пассив баланса, оборотные активы, налогообложение, кредитный рейтинг, вид экономической деятельности.

Stolyarov V., Ostrovetskii V. Fundamentals and Factors of Formation of the Structure of the Financial Capital Enterprises

Discussed the problems of formation of structure of the company's financial capital, depending on the influence of various factors. It analyzed the main approaches to optimize the volume of equity and debt, as well as factors that affect the ratio of these proportions.

Identified and characterized features of formation of structure of the companies of financial capital under the influence of external and internal factors. Among the most significant external factors: macroeconomic dynamics; the current monetary and fiscal policy; business risks; development of capital markets. The main internal factors are economic activity; age and size of the company; the duration of the operating cycles of production.

Keywords: financial capital, asset and liability balance sheet, current assets, taxation, credit rating, type of economic activity.

Стаття надійшла до редакції 26.02.2016

Прийнято до друку 22.06.2016