

**ЕКОЛОГІЧНИЙ ЧИННИК
ТРАНСФОРМАЦІЇ РИНКОВИХ МЕХАНІЗМІВ:
АНАЛІЗ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА***

П. М. Рубанов, канд. екон. наук, доцент;

Ю. Г. Шишова, аспірант,

Сумський державний університет, м. Суми

У статті обґрунтовані теоретико-методичні засади удосконалення економічних відносин у сфері природокористування під час здійснення підприємством оптимізації структури капіталу. Сформовано систему основоположних факторів, включаючи екологічні фактори, які необхідно враховувати при формуванні капіталу компанії.

Ключові слова: теоретичні моделі, статична та динамічна концепції, оптимальна структура капіталу, екологічний фактор, екологічний рейтинг, боргове фінансування, акціонерне фінансування, трансакційні витрати.

ВСТУП

В умовах дефіциту природних ресурсів і нераціонального їх використання у процесі здійснення промисловими підприємствами виробничо-господарської діяльності та, як наслідок, завдання значного збитку навколишньому природному середовищу, важливого значення набуває екологоорієнтований економічний розвиток підприємств реального сектору економіки. Відтак економічні відносини, що виникають між суб'єктами господарювання у процесі виробничої діяльності та мають нині споживацький характер, трансформуються в економічні відносини на принципах раціонального природокористування. Оскільки результативність діяльності підприємства залежить перш за все від ефективності управління формуванням капіталу, вважаємо необхідним проаналізувати вплив зміни економічних відносин у сфері природокористування на формування оптимальної структури джерел фінансування.

Різноманітним аспектам проблеми управління структурою капіталу підприємства присвячені праці провідних зарубіжних і вітчизняних вчених: Р. Брейлі, Ю. Бріггема, Дж. Греггема (Грема), М. Дженсена, Г. Дональдсона, С. Майерса, М. Міллера, Ф. Модільяні, У. Меклінга, Е. Фама, Е. Фішера, М. Френка, Дж.К. Ван Хорна, І.О. Бланка, Г.Г. Кірейцева, Б.Т. Кузнецова, Е.С. Стоянової. Однак, до цього часу не сформований єдиний підхід до оптимізації структури джерел фінансування екологоорієнтованої виробничої діяльності підприємств.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Незважаючи на теоретичну і практичну значущість проблеми формування фінансової структури капіталу та інтенсифікацію пошуку методик, адекватних новим завданням та еколого-економічним умовам, в економічній літературі на цей час відсутня концепція, яка б комплексно відображала оптимальну структуру джерел фінансування підприємства з урахуванням екологічних факторів. Зазначені обставини вимагають поглиблення теоретичних досліджень і обґрунтування ефективних методичних підходів, що дозволяють забезпечити оптимізацію структури джерел фінансування виробничої діяльності підприємства на умовах здійснення раціонального природокористування.

**Стаття рекомендована до друку доктором економічних наук Мельником Л. Г., СумДУ, м. Суми*

Для розуміння закономірностей та визначення оптимальної поведінки компанії на фінансовому ринку у процесі формування свого капіталу існує необхідність визначення широкого кола факторів, що впливають на вибір джерел фінансування [1]. Тому метою цього дослідження є порівняльний аналіз сучасних теоретичних концепцій оптимізації структури капіталу підприємства, їх узагальнення, визначення на їх основі факторів та особливостей, які найбільш суттєво впливають на формування оптимальної структури капіталу.

Поведінка компанії на фінансовому ринку у процесі формування свого капіталу зумовлює необхідність визначення широкого кола факторів та критеріїв, що впливають на вибір джерел фінансування виробничої діяльності суб'єкта господарювання [1]. Тому метою даного дослідження є визначення методологічних засад оптимізації структури капіталу на принципах раціонального природокористування з урахуванням факторів та особливостей, які найбільш суттєво впливають на формування капіталу підприємства.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Здійснення екологоорієнтованої виробничої діяльності підприємств передбачає формування відповідної оптимальної структури джерел фінансування такої діяльності на основі раціонально обраних критеріїв оптимізації та концепції формування цільової структури капіталу з урахуванням екологічних факторів індивідуально для конкретного підприємства.

Проаналізуємо загальні теоретичні підходи до оптимізації структури капіталу підприємства, що існують у світовій практиці та можуть бути модифіковані з урахуванням екологічної складової з метою їх використання в еколого-економічних процесах. Аналіз структури капіталу підприємства можна здійснювати, використовуючи два підходи: бухгалтерський та фінансовий [2]. З точки зору фінансового підходу структура капіталу розглядається з позиції оптимального співвідношення власного та залученого капіталів, тобто такого співвідношення, яке може привести до максимізації ринкової вартості даного підприємства. Такий підхід передбачає використання кількісних оцінок (фінансових моделей), що дозволяють встановити розрахункове оптимальне співвідношення власного та залученого капіталів компанії. В умовах дефіциту власних фінансових ресурсів, у тому числі для фінансування екологоорієнтованих інвестиційних проектів, промислові підприємства змушені постійно звертатися до залученого капіталу. Тому з метою запобігання банкрутству актуальності набуває кількісна оцінка оптимального співвідношення власного та залученого капіталів компанії.

У свою чергу, бухгалтерський підхід орієнтований на якісну оцінку структури капіталу конкретної компанії та передбачає виділення макро- та мікрофакторів, які потрібно мати на увазі при розробленні політики фінансування. Загальним недоліком бухгалтерського підходу є зосередження на показниках минулої діяльності компанії, внаслідок чого виникає слабка кореляція з показником вартості компанії. Необхідно також відмітити, що в бухгалтерському підході не проводиться різниця між короткостроковими та довгостроковими джерелами фінансування. Незважаючи на зазначені недоліки бухгалтерського підходу, доцільним є врахування мікро- та макрочинників при формуванні оптимальної структури джерел фінансування еколого-економічних процесів на підприємстві. Отже, лише поєднання кількісних і якісних оцінок в єдиний макет структури капіталу дозволить розв'язати задачу відповідності політики фінансування підприємства принципам раціонального природокористування при здійсненні виробничої діяльності.

Практика показує, що не існує універсальних рішень щодо оптимального співвідношення власного і позикового капіталу не лише для однотипних (за розміром, галуззю, організаційно-правовою формою, співвідношенням влади власників і менеджменту тощо) підприємств, але й навіть для однієї компанії на різних етапах її розвитку, при різній кон'юнктурі товарного і фінансового ринків. Разом з тим існує ряд розрізнених теоретичних концепцій, які по-різному розкривають підходи до формування оптимальної структури капіталу компанії. Особливості оптимізації структури капіталу на основі теоретичних концепцій подані у таблиці 1.

Таблиця 1 – Особливості формування оптимальної структури капіталу на основі теоретичних концепцій

Теорія	Критерій оптимальності	Переваги і особливості використання	Недоліки та обмеження
1	2	3	4
Статичні теорії структури капіталу			
Традиційна теорія	Мінімізація середньозваженої вартості капіталу	<ul style="list-style-type: none"> - окремо враховує вартість боргу й акціонерного капіталу; - враховує усі існуючі види ризиків, інформація про які доступна учасникам фінансового ринку; - узгоджує інтереси власників і кредиторів, їх ризики і необхідні дохідності (через відсоткові ставки власного і боргового капіталу) 	<ul style="list-style-type: none"> - не враховує трансакційних витрат та інформаційної асиметрії; - використовується для прикладних розрахунків, без можливості аналізу причин і факторів впливу; - потребує розвиненого, ліквідного, диверсифікованого фондового ринку та довгострокових історичних даних; - має невідповідності емпіричним даним
Теорія Модільяні-Міллера (розширена модель)	Максимізація величини податкового щита	<ul style="list-style-type: none"> - визначає оптимальність структури капіталу на основі максимізації майбутніх грошових потоків; - враховує податкові пільги боргового фінансування 	<ul style="list-style-type: none"> - використовується на досконалому ринку; - виходить з умови симетричності інформації між інвесторами і менеджерами; - не враховує агентських конфліктів; - не враховує прями та непрямі витрати банкрутства
Компромісна статична теорія	Максимізація різниці податкового щита та витрат фінансової нестійкості	<ul style="list-style-type: none"> - враховує податкові вигоди боргового фінансування і витрати фінансової нестійкості 	<ul style="list-style-type: none"> - не пояснює дій менеджерів у періоди зміни ринкової капіталізації; - складність визначення явних і особливо неявних витрат банкрутства; - неоднозначність визначення фінансової складової витрат банкрутства, факту (моменту) і часового горизонту банкрутства; - проблеми з інформаційним забезпечення оцінки ймовірності банкрутства; - перебільшує мотивованість компанії оптимізувати структуру капіталу для одержання податкової знижки; - не враховує динамічної зміни структури капіталу; - не враховує трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації

Продовження табл. 1

1	2	3	4
Динамічні теорії структури капіталу			
Теорія ієрархії (порядку фінансування)	Мінімізація вартості і ризиків фінансування	<ul style="list-style-type: none"> - враховує значущість фінансового резерву; - описує вибір найдешевших джерел фінансування за умови збереження фінансової стабільності 	<ul style="list-style-type: none"> - є більш ефективною для великих компаній, для яких доступне облігаційне фінансування; - визначає агентські ризики, динаміку структури капіталу на короткострокову перспективу на підставі прогнозу прибутковості; - використовує не кількісний, а якісний аналіз альтернатив; - має невідповідності емпіричним даним
Теорія асиметрії інформації / сигнальна теорія	Максимізація «позитивних» сигналів ринку та мінімізація інформаційних витрат	<ul style="list-style-type: none"> - враховує реальну обмеженість фінансової інформації, її асиметричність; - враховує обмежену раціональність економічних агентів; - не ідеалізує ефективність ринкового середовища; - пояснює наявні емпіричні дані 	<ul style="list-style-type: none"> - має описовий (не нормативний) характер, неможливість застосування у кількісних моделях оптимізації капіталу
Теорія агентських витрат	Мінімізація приведеної вартості агентських витрат	<ul style="list-style-type: none"> - враховує вартість агентських витрат через конфлікт інтересів власників, менеджерів і кредиторів 	<ul style="list-style-type: none"> - обмежується випадком наявності значних агентських витрат; - необхідність визначення тієї частки усіх агентських витрат, які стосуються лише формування капіталу; - складність визначення непрямих агентських витрат; - складність виділення агентських витрат через їх унікальність, динамічність; - складність одночасного врахування агентських витрат „власники-менеджери” та „власники-кредитори”
Теорія корпоративного контролю	Максимізація ринкової оцінки залученого капіталу	<ul style="list-style-type: none"> - описує збільшення фінансового важеля при загрозі ворожого поглинання компанії 	<ul style="list-style-type: none"> - обмежується специфічними умовами ворожого поглинання і короткостроковим періодом
Теорія пристосування до ринку	Використання можливостей поточної ринкової ситуації	<ul style="list-style-type: none"> - пояснює дії фінансових менеджерів в умовах відсутності прогнозних даних, необхідних для оптимізації структури капіталу 	<ul style="list-style-type: none"> - розглядає ефективний ринок з розвинутою інфраструктурою, стабільну ринкову ситуацію; - розглядає ефективний менеджмент, спроможний використати наявні ринкові можливості
Динамічна компромісна теорія	Максимізація швидкості пристосування структури капіталу до оптимальної	<ul style="list-style-type: none"> - не суперечить статичній компромісній теорії; - досліджує динаміку фактичної структури капіталу, її зміну та швидкість пристосування до цільової (оптимальної); - досліджує динаміку структури капіталу у довгостроковій перспективі; - враховує трансакційні витрати зміни фінансового важеля 	<ul style="list-style-type: none"> - досягнення оптимальної структури капіталу може не бути серед пріоритетних цілей компанії; - використання теорії стає більш доцільним в умовах зростання відсоткових ставок; - важко врахувати всі детермінанти, які впливають на швидкість пристосування та ширину діапазону зміни структури капіталу

До основних статичних теорій структури капіталу відносять традиційну теорію, теорію Модільяні-Міллера і компромісну статичну теорію [3 -5].

Традиційна концепція передбачає існування оптимальної структури капіталу, але не дає чітких теоретичних рекомендацій щодо її пошуку. В основі лежить твердження, що структура капіталу визначається вартістю його складових частин, і тому існує така оптимальна структура капіталу, яка мінімізує середньозважену вартість капіталу. Досягнення цільової структури капіталу компанії буде максимізувати її ринкову вартість у разі мінімізації середньозваженої вартості капіталу (WACC).

Розрахунок WACC потребує визначення дохідності акціонерного фінансування як суми безризикової ставки та премії за ризик для інвесторів (акціонерів). Для визначення премії за ризик і безризикової ставки можуть використовуватися різновиди моделі оцінки капітальних активів (локальна CAPM, глобальна CAPM, гібридна CAPM, модель відносної мінливості) [6; 7]. Використання першої моделі обмежене наявністю історичних даних по локальному ринку акцій і тому може використовуватися, лише якщо цей ринок розвинений, диверсифікований, ліквідний і має представницькі історичні дані (за декілька десятиліть), що нехарактерно для України. Друга модель використовується для компаній, акції яких тривалий час і безперервно представлені на фондових ринках розвинених країн, що є суттєвим обмеженням для більшості українських компаній. Третя модель включає елементи першої і другої, що також обумовлює відповідні обмеження.

Наближені або гроху-моделі відштовхуються не від моделі ризику (історичних даних, які характеризують систематичний ризик), а від показників фактичного фінансового результату, які побічно (непрямо) характеризують рівень ризиків конкретної компанії. Точність цих моделей суттєво залежить від обраних для аналізу показників і достовірності фактичних даних. Часто такі моделі використовують для унікальних підприємств із суттєво відмінним рівнем індивідуального ризику або за відсутності даних - для застосування прямих моделей оцінки ризику.

Хоча традиційна теорія і враховує всі види ризиків (що є важливим за наявності ризиків екологоорієнтованої діяльності), однак вона представляє лише статичні дані і не враховує факторів впливу при формуванні структури капіталу.

Теорія структури капіталу в рамках моделі Модільяні-Міллера (М-М) повністю заперечує положення традиціоналістської концепції структури капіталу. У первісному викладі у ній стверджувалося, що в безподатковому середовищі вартість компанії залежить виключно від майбутніх доходів, тобто ефективності управління активами і зовсім не залежить від структури капіталу. Згодом Міллер і Модільяні модифікували свою теорію, враховуючи ефект від оподаткування компаній [8]. Суть модифікованої теорії М-М полягає в тому, що вартість компанії, яка використовує кредитне фінансування, буде вище вартості компанії, що використовує лише власне фінансування, на величину податкового щита. Суттєвою перевагою зазначеної моделі для використання у процесі формування оптимальної структури капіталу з метою фінансування екологоорієнтованої виробничої діяльності є врахування податкових пільг боргового фінансування. Однак така ознака, як статичність, робить недоцільним використання теорії М-М для формування оптимальної структури джерел фінансування на принципах раціонального природокористування.

Компромісна статична концепція структури капіталу (trade-off theory) передбачає необхідність використання як залученого, так і власного фінансування у процесі діяльності компанії [4; 5]. Оптимальна структура

капіталу згідно з цією концепцією визначається співвідношенням виключно двох факторів: 1) переваг від податкового щита, тобто можливості включення плати за залучений капітал для зменшення оподаткованого прибутку; 2) врахуванням витрат фінансової нестійкості (головним чином, збитків від можливого банкрутства). Оптимізаційне співвідношення між податковими перевагами і витратами банкрутства можуть визначатися через їх абсолютні або граничні (маржинальні) величини. Останній варіант більш складний, але і більш коректний, оскільки функція податкових переваг має висхідний лінійний характер, а функція витрат банкрутства зростає прискореним темпом.

Визначення витрат банкрутства передбачає оцінку прямих або явних витрат (судові, аудиторські, реєстраційні, реорганізаційні та ліквідаційні), непрямих або неявних витрат (втрачені продажі і прибутки, завищені витрати на позиковий капітал, витрати від неможливості залучення акціонерного і боргового капіталу через збільшення ймовірності банкрутства) та ймовірності банкрутства. Крім того, ще однією проблемою є виокремлення з повних витрат банкрутства саме фінансових витрат, які пов'язані з еколого-економічними процесами на підприємстві. У сучасних умовах в Україні додатково виникають проблеми прогнозування банкрутства через недостатність історичних даних; викривлення, неповноту і недоступність фінансової інформації; неоднозначність визначення моменту банкрутства (як юридичного поняття або як технічного дефолту з подальшою реструктуризацією заборгованості) тощо. Концепція компромісної статичної теорії в цілому є перспективною для фінансування екологоорієнтованої діяльності підприємства. Однак неоднозначними залишаються алгоритм визначення витрат банкрутства та прогнозування банкрутства.

Статичні компромісні теорії не враховують трансакційні витрати, які супроводжують процес рекапіталізації. Необхідно відмітити, що компромісна концепція зорієнтована на розгляд структури капіталу з позиції приналежності підприємств до однієї галузі, коли підприємства будуть мати подібну структуру капіталу, оскільки вони мають однотипні активи, комерційний ризик, близькі значення прибутковості діяльності та податкові умови. У свою чергу, дрібні комерційні підприємства, які не користуються податковими пільгами і не мають можливості емісії акцій, мають значний фінансовий важіль (позикові кошти залучаються у вигляді довгострокових банківських позичок). У результаті проведеного аналізу статичних теорій капіталу вважаємо, що їх використання в еколого-економічних процесах є недоцільним з огляду на зазначені недоліки кожної з них та неврахування зміни показників у динаміці, що досить важливо при відображенні повної картини екологоорієнтованої діяльності підприємства.

На відміну від статистичної концепції, динамічна компромісна концепція управління структурою капіталу підприємства зосередила увагу на проблемах дослідження та моделювання трансакційних витрат рекапіталізації. Згідно з динамічною концепцією передбачається формування стратегії зміни структури капіталу. При цьому відсутнє будь-яке нормативне співвідношення боргу і власного капіталу. Вважається, що з часом компанія може тимчасово відхилитися від цільової (оптимальної) структури капіталу, а потім дискретно наближатися до цього оптимуму. Дійсно, як свідчать результати спостережень, структура капіталу залишається незмінною у деякому діапазоні, а рекапіталізація відбувається лише у разі виходу за рамки цього коридору [4]. У свою чергу, межі цього діапазону визначаються волатильністю грошових потоків, рентабельністю операційної діяльності, рівнем кредитних ставок та витрат банкрутства.

Серед динамічних теорій можна виокремити такі основні концепції:

теорію ієрархії (порядку фінансування), теорію протиріччя інтересів та динамічну компромісну теорію формування структури капіталу. Сутність концепції протиріччя інтересів розкривається за допомогою теорії асиметричної інформації (сигнальної теорії), теорії агентських витрат та теорії моніторингових витрат (“теорії корпоративного контролю”).

Концепція ієрархії передбачає розгляд таких джерел фінансування, як нерозподілений прибуток, емісія нових позик (боргових ЦП) або емісія нових акцій [4; 5; 9]. У рамках теорії порядку фінансування також використовуються витрати пристосування до цільової структури капіталу. Ця теорія передбачає прогнозування грошових потоків та рентабельності операційної діяльності, що дозволяє визначати пріоритетність боргового фінансування компанії насамперед у короткостроковій перспективі. Підприємство, перш за все, повинно емітувати цінні папери (акції й облигації) з найбільш низькими інформаційними витратами. Тому підприємству, яке перебуває в нормальному фінансовому стані, не доцільно першочергово використовувати збільшення власного капіталу (через емісію простих акцій). Для фінансування дефіциту грошових коштів насамперед потрібно використати внутрішні резерви (нерозподілений прибуток і амортизаційні надходження), а в разі необхідності - провести залучення боргового капіталу (шляхом емісії облигацій). У той самий час згідно з цією теорією зі зростанням рентабельності рівень заборгованості зменшується. Внаслідок цього у високорентабельних компаній діапазон незмінної структури капіталу, коли рекапіталізація недоцільна через незначний економічний ефект, буде більш широким. По суті, ця теорія постулює пріоритетність і послідовність використання фінансовими менеджерами різних джерел фінансування підприємств, не розглядаючи завдання оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу. Також необхідно відмітити, що теорія ієрархії не має завершеної методики пошуку раціональної структури капіталу, тому, фактично, ця концепція спрямована на теоретичне обґрунтування реальної поведінки фінансових менеджерів при вирішенні питань щодо фінансування підприємств. Через те що теорія ієрархії ґрунтується на можливості використання облигаційного фінансування, яке доступне лише великим компаніям, її найдоцільніше застосовувати саме для великих підприємств. Головним недоліком зазначеної концепції з точки зору її використання для фінансування еколого-економічних процесів на підприємстві є відсутність практичної методики пошуку раціональної структури капіталу та прогнозування динаміки зміни показників лише на короткостроковий період, в той час як реалізація ефективних інвестиційних проектів екологічного спрямування потребує своєчасного та повного фінансування у довгостроковій перспективі.

Результати емпіричної перевірки теорій традиційного неокласичного напрямку (у тому числі теорій компромісу і ієрархії) показали, що вони не відповідають реальній практиці [4; 9]. Цю проблему намагається вирішити поведінкова парадигма, представлена рядом біхевіористичних теорій (теорії інформаційної асиметрії і сигналів, агентських відносин, корпоративного контролю, відстеження ринку).

В основу ієрархічної концепції (Pecking Order) покладене твердження, що у процесі залучення зовнішніх джерел фінансування підприємство стикається з ефектом інформаційної асиметрії [4; 10]. Виходячи з цього, теорія асиметрії інформації передбачає, що менеджмент підприємства завжди володіє більш повною і достовірною інформацією про фінансовий стан і перспективи розвитку підприємства, ніж зовнішні суб'єкти (кредитори або інвестори). Саме цим пояснюється різниця в оцінці ризиків і рентабельності інвестицій у підприємство, що, в свою чергу, визначає умови оптимізації структури капіталу.

На базі і в розвитку концепції інформаційної асиметрії виникла сигнальна теорія [11]. Відповідно до неї при посередництві фондового ринку між менеджерами, інвесторам і кредиторам відбувається інформаційна взаємодія. Своїми управлінськими діями і оприлюдненою фінансово-економічною інформацією менеджери підприємств формують для інших учасників процесу ринкові „сигнали” щодо перспективи розвитку підприємства і його інвестиційної привабливості. Теорія сигналізування виходить з необхідності, з одного боку, надавати позитивні сигнали інвесторам та кредиторам щодо доцільності інвестування та кредитування, а з іншого - мінімізувати витрати підприємства на формування таких сигналів, що в підсумку й визначає структуру капіталу компанії.

У рамках теорії агентських відносин структура капіталу обирається виходячи з рішення принципал-агентських проблем (конфліктів) між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем [11; 12]. Згідно з цією теорією оптимальною вважається така структура капіталу, при якій наведені вигоди боргового фінансування повністю покриваються теперішньою вартістю очікуваних агентських витрат боргового фінансування. Складність використання як теорії асиметрії інформації, так і сигнальної теорії при формуванні оптимальної структури джерел фінансування екологоорієнтованої виробничої діяльності підприємства полягає у неможливості їх зображення у кількісному вигляді, зокрема за допомогою фінансових моделей.

Відповідно до теорії корпоративного контролю структура капіталу значно впливає на вартість компанії в момент виникнення загрози її поглинання [5; 12]. У зв'язку з цим ця теорія пояснює зміни у структурі капіталу лише в короткостроковому періоді і в специфічних умовах загрози ворожого поглинання. Якщо компанія стає об'єктом таких дій, вона цілеспрямовано починає збільшувати обсяги боргового навантаження і одночасно викуповувати звичайні «голосуючі» акції у своїх акціонерів. Збільшення обсягів боргового фінансування додатково залучає нових кредиторів, зацікавлених у стабільній діяльності позичальника, що збільшує ймовірність відмови від планів поглинання цієї компанії. Теорія корпоративного контролю є досить специфічною та вузькою у використанні і не може бути модифікована з метою фінансування еколого-економічних проектів на підприємстві.

Теорія пристосування до ринку (відстеження ринку, market timing) стверджує, що компанії не мають цільової структури капіталу і його фактична структура визначається внаслідок низки дій менеджерів з пристосування до існуючих ринкових умов. Зокрема, у період високих цін на фондовому ринку менеджери намагатимуться емітувати акції своєї компанії, а у періоди спадів – викуповувати їх, намагаючись отримати вигоду від ринкових коливань курсу акцій [10]. Згідно з даною концепцією взагалі не розглядається поняття оптимальної структури капіталу, оскільки ця структура формується не внаслідок стратегічного планування, а в результаті короткострокових стимулів скористатися поточними можливостями на фондовому ринку. На противагу ідеї зазначеної концепції вважаємо, що на кожному етапі життєвого циклу підприємства з урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів формується відповідна структура джерел фінансування підприємства.

Динамічна компромісна теорія виникла через необхідність дослідити питання, які не ставила перед собою статична компромісна теорія та з метою об'єднання висновків теорії порядку фінансування та теорії пристосування до ринку [5; 9]. У рамках статичної концепції досліджувалася лише оптимальна структура капіталу, в той час як динамічна додатково зосередилася на динаміці фактичної структури капіталу. Припускається, що ринкова вартість власного капіталу є

стохастичним процесом, через що фінансовий леверидж також є стохастичною величиною. Ця теорія відштовхується від оптимального рівня запозичення, визначеного в рамках статистичної компромісної теорії (за умови рівності граничних податкових вигод боргового фінансування та витрат банкрутства), але враховує, що невеликі відхилення фактичного рівня левериджу від оптимального не будуть корегуватися через наявність трансакційних витрат (витрат пристосування фактичної структури капіталу до оптимальної). Статистичні дослідження показують, що верхня частина діапазону бездіяльності (коли борг і фінансові ризики зростають) значно менша від нижньої частини цього діапазону (коли борг зменшується) [4].

Таким чином, динамічна компромісна теорія в першу чергу досліджує фактичну структуру капіталу компанії, її співвідношення з оптимальною структурою, причини її зміни, швидкість і напрямок цієї зміни, а також сам процес пристосування структури капіталу до оптимальної величини та фактори, що на неї впливають.

Вважаємо, що зазначена компромісна динамічна теорія формування джерел фінансування підприємства має значні переваги перед іншими теоріями капіталу для використання у фінансуванні екологоорієнтованої економічної діяльності підприємства. По-перше, вона враховує ризики банкрутства, що є досить імовірними при залученні значного обсягу кредитних ресурсів, та ефект фінансового левереджу, а отже, здатна збалансувати обсяг позикових коштів в інтересах підприємства. По-друге, зміни структури капіталу відображаються в динаміці, що сприяє повній та достовірній оцінці еколого-економічних показників.

Підбиваючи підсумки, необхідно зазначити, що оптимальна структура капіталу компанії і її схильність до запозичення складається під впливом низки чинників, які можна об'єднати у дві групи: мікрочинники, які визначаються на рівні конкретного підприємства, та макрочинники, які впливають на рівні економіки чи галузі. Вважаємо за необхідне, крім фінансово-економічних чинників формування оптимальної структури капіталу, запропонувати екологічні чинники впливу.

До основних чинників макроаналізу можна віднести такі:

а) якісні фактори впливу:

- інвестиційну політику держави, урядову політику кредитування і надання кредитних гарантій;
- стадію розвитку галузі, економіки країни та світової економіки;
- особливості і традиції фінансування підприємств у різних країнах;
- доступність зовнішніх ринків капіталів;
- екологічну політику держави, орієнтацію на досягнення екологічно сталого розвитку економіки, зокрема раціонального природокористування;

б) кількісні фактори впливу:

- кон'юнктуру фінансового ринку, рівень кредитної відсоткової ставки;
- рівень оподаткування прибутку і відповідно привабливість податкового щита;
- рівень запозичень у компаній-аналогів тієї самої галузі економіки;
- високий рівень збитку, завданий навколишньому природному середовищу.

До чинників, які визначаються на мікрорівні, можна віднести:

а) якісні фактори впливу:

- наявність резерву (потенціалу) залучення капіталу для фінансування оборотних активів та фінансова гнучкість;
- рівень концентрації власного капіталу серед власників, наявність ефективного власника;
- агентські відносини у компанії між власниками і менеджерами;

- кваліфікацію і моральні якості менеджерів;
 - відносини між кредиторами та власниками;
 - загрозу поглинання компанії, втрату контролю старими власниками;
 - стадію життєвого циклу підприємства;
 - вибрану політику управління фінансуванням компанії;
 - цілі залучення довгострокового капіталу;
 - наявність стратегічного інвестиційного плану розвитку;
 - вибрану дивідендну політику;
 - конкуренція між підприємствами за якість виробленої продукції (екологічно чиста продукція).
- б) кількісні фактори впливу:
- рівень виробничого (операційного) ризику;
 - рівень фінансового ризику, ступінь фінансової стійкості компанії, її кредитний рейтинг;
 - рівень ліквідності активів компанії;
 - частку матеріальних активів (або зворотно пропорційні їй витрати банкрутства);
 - рівень внутрішніх резервів у вигляді нерозподіленого прибутку, резервів або поточного прибутку;
 - динаміку (волатильність) рентабельності операційної діяльності;
 - рентабельність капіталу компанії у стратегічній перспективі;
 - темпи приросту обсягу реалізації продукції;
 - частку короткострокової заборгованості упродовж економічного циклу;
 - структуру позикового капіталу (співвідношення довгострокових і короткострокових зобов'язань);
 - динаміку і рівень потоку грошових коштів;
 - питомі витрати на фінансування, зворотно пропорційні розміру підприємства;
 - капіталоемність виробленої продукції;
 - високий рівень екологічного ризику (наприклад, під час фінансування підприємством інвестиційних проектів екологічного спрямування).

На різних етапах розвитку компанії і ринку ті чи інші групи факторів можуть відігравати більш чи менш пріоритетну роль у формуванні оптимальної структури капіталу підприємства. Тому можна стверджувати, що розглянуті теоретичні концепції структури капіталу не є взаємовиключними, а скоріше взаємодоповнювальними в рамках комплексного розгляду проблеми оптимізації джерел фінансування.

ВИСНОВКИ

Існує декілька конкуруючих теоретичних і прикладних концепцій оптимізації структури капіталу, проте жодна з них не є універсальною, спроможною забезпечити оптимізацію структури джерел фінансування підприємства, зокрема з урахуванням екологічної складової. Різноманіття концепцій фінансування пояснюється, по-перше, їх різною спрямованістю (хоча часто вони доповнюють одна одну), по-друге, існуванням великої кількості факторів, серед яких екологічний фактор - поряд з фінансово-економічними – відіграє визначальну роль.

Оптимізація структури капіталу - це безперервний процес адаптації до змін еколого-економічної ситуації, податкового законодавства, конкурентних умов, а отже – до змін економічних відносин у процесі виробничої та інвестиційної діяльності під впливом еколого-економічних процесів.

Екологоорієнтована виробнича діяльність на сьогодні є тим стимулом, що диктує правила формування нової оптимальної структури джерел

фінансування підприємства, що враховує екологічні фактори та сприяє забезпеченню своєчасного та повного фінансування діяльності підприємства.

Аналіз критеріїв оптимальності, обмежень, переваг та недоліків кожної з проаналізованих теорій дозволив зробити висновок, що динамічна компромісна теорія є найбільш перспективною у подальшому використанні підприємствами, що здійснюють екологоорієнтовану виробничу діяльність.

SUMMARY

THE ECOLOGICAL FACTOR OF MARKET MECHANISMS' TRANSFORMATION: THE ANALYSIS OF THE CAPITAL STRUCTURE OF THE ENTERPRISE

*P. M. Rubanov, I. G. Shyshova,
Sumy State University, Sumy, Ukraine*

The theoretical and methodological basics of improvement of economic relations in the field of natural resources, which are used in realization of capital structure optimization by an enterprise are justified. The system of fundamental factors including ecological factors that must be taken into account at forming of company capital is formed.

Key words: *theoretical models, static and dynamic concepts, optimal capital structure, ecological factor, ecological rating, debt and equity financing, transaction costs.*

СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Романів І. І. Теоретико-методологічні засади розвитку теорії структури капіталу / І. І. Романів // Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Серія: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2008. – № 635. – С. 40-50.
2. Ивашковская И. И. От финансового рычага к оптимизации структуры капитала компании / И. И. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2004. – № 11. – С. 18 -21.
3. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
4. Зинкевич Н. В. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты / Н. В. Зинкевич, Е.А. Олеванова // Корпоративные финансы. – 2008. - № 1(5). - С. 81 -102.
5. Геращенко И.П. Теоретические основы и практические подходы к формированию целевой структуры капитала / И.П. Геращенко // Инновационное образование и экономика. – 2009. - № 5 (16). -С. 82 -89.
6. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Асват Дамодаран. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 1342 с.
7. Огиер Тим. Настоящая стоимость капитала: практическое руководство по принятию финансовых решений / Тим Огиер, Джон Рагман, Люсинда Спайсер; пер. с англ.; под науч. ред. О. Б. Ватченко. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. – 288 с.
8. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теория ММ / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М. : Дело, 1999. – 272 с.
9. Пономарева О. А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы / О. А. Пономарева // Корпоративные финансы. – 2008. – № 2(6). – С. 78-91.
10. Солодухина А. В. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий поход / А. В. Солодухина, Д. В. Репин // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1(5). - С. 103-118.
11. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия / Беркар Коласс. - М.: Финансы, 1997. – 576 с.
12. Jensen M. C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure // Journal of Financial Economics. – 1976, October. – P. 305-360.

Надійшла до редакції 31 травня 2012 р.