

КОСТЮК ОЛЕКСАНДР МИКОЛАЙОВИЧ

УДК 336.64

**ПОКРАЩАННЯ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВА НА БАЗІ МЕНЕДЖМЕНТУ  
СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

**Автореферат**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи Національного банку України

Науковий керівник – доктор економічних наук, доцент

*Козьменко Сергій Миколайович,*  
Українська академія банківської справи,  
завідуючий кафедрою управління та  
зовнішньоекономічної діяльності

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор

*Москаленко Володимир Петрович,*  
ВАТ " Сумське машинобудівне науково-виробниче  
об'єднання ім. М.В. Фрунзе", начальник відділу  
економіки;

кандидат економічних наук, доцент

*Скрипник Юрій Володимирович,*  
Сумський державний аграрний університет, доцент  
кафедри фінансів і кредиту

Провідна установа – Донецький національний університет, кафедра  
фінансів і кредиту, Міністерство освіти і науки  
України, м. Донецьк.

Захист дисертації відбудеться "26" "жовтня" 2001 року о "12" годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д.55.081.01 в Українській академії банківської справи за адресою: 40030, м.Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Української академії банківської справи за адресою: 40030, м.Суми, вул. Петропавлівська, 57.

Автореферат розісланий "25" вересня" 2001 р.

Вчений секретар

спеціалізованої вченої ради

Коваленко В.В.

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Стрімке економічне зростання багатьох країн світу та перехід суспільства від індустріального до інформаційного характеризують собою сучасний етап розвитку світових економічних відносин. При цьому, головним чинником, що визначає майбутній успіх країн у поліпшенні власного економічного стану, є ефективна робота усіх операторів ринку: держави, національних і міжнародних інвесторів, підприємств. Світовий досвід економічного зростання свідчить, що саме відносини між інвесторами і підприємствами визначають собою розмір економічної цінності. Для того, щоб підприємства були здатні витримувати запити сучасних економічних відносин щодо темпів створення економічної цінності та мати при цьому добрі стосунки з інвесторами, що характеризуються відсутністю асиметрії інформації між менеджерами та акціонерами, необхідне належне фінансування. Саме вибір найбільш ефективного джерела фінансування власної діяльності підприємств є найбільш актуальним питанням, на яке має бути знайдена відповідь менеджерами.

Особливу актуальність для України це питання набуло в умовах погіршення фінансового стану підприємств. На цей час близько 25 % українських підприємств вже є неплатоспроможними, переважна більшість решти вдається до фінансування власної діяльності за рахунок банківських кредитів, вартість яких зараз в Україні сягає 50 % у національній валюті, а обсяг не вдовольняє потребам. Це значно погіршує реінвестиційні можливості підприємств та негативно відбивається на їх фінансовому стані.

Значно покращити власний стан українські підприємства спроможні за рахунок залучення до цього процесу рядових інвесторів, тобто здійснивши розміщення акцій на фондовому ринку. Щоб результат цих зусиль менеджерів був найкращим, повинна бути розроблена ефективна концепція управління структурою капіталу підприємства.

Актуальність цієї роботи пояснюється тим, що усі зусилля менеджерів українських підприємств у галузі управління структурою капіталу знецінюються значною за рівнем асиметрією інформації між самими менеджерами та акціонерами. Це провокує появу агентських конфліктів між ними та негативно позначається на вартості залученого вітчизняними підприємствами акціонерного капіталу, яка сягає 32 %, погіршуючи тим самим реінвестиційні можливості українських підприємств.

Крім того, зараз навіть серед фінансових експертів не існує одностайної точки зору щодо того, яка структура капіталу є більш ефективною та за допомогою якого джерела фінансових ресурсів - боргу чи власного капіталу - підприємствам слід фінансувати власну діяльність.

Аналіз наукових праць таких видатних зарубіжних спеціалістів у галузі менеджменту структури капіталу як К. Гарві, С. Майєрс, С. Рос, Ю. Фама підтверджує це твердження.

Змістовне вивчення наукових праць українських вчених, серед яких слід виділити роботи І.О. Бланка, В.П. Москаленко, О.Н. Коробова, В.О. Мертенса, С.В. Науменкової, Н.О. Олексюка і інших, дало змогу окреслити проблематику дослідження, яка полягає у визначенні оптимальної структури капіталу та найбільш ефективних джерел фінансування підприємств.

Таким чином, є всі підстави вважати запропоноване дисертаційне дослідження актуальним як з теоретичної, так і з практичної точок зору.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідної теми "Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні" (державний реєстраційний № 01996002342).

Результати дисертаційного дослідження були використані у науково-дослідній програмі "Вартість капіталу у країнах з перехідною економікою", яка була ініційована Федеральним резервним банком м. Бостона (США) та успішно завершена під керівництвом професора К.Гарві (університет Дюк, США).

Окрім того, одержані автором результати наукового дослідження використовуються при викладенні навчальних дисциплін "Фінанси зарубіжних країн" та "Транснаціональні корпорації і банки" в Українській академії банківської справи.

**Мета і задачі дослідження.** Метою дисертаційного дослідження є розробка науково-методичних основ трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, як фундаменту ефективного менеджменту структури капіталу і передумови покращення фінансового стану підприємств України.

Відповідно до поставленої мети було визначено наступні задачі:

- проаналізувати сучасні теоретичні течії у галузі менеджменту структури капіталу;
- дослідити поточний стан розвитку ринку капіталу України;
- змістовно дослідити чинники, які здатні впливати на ефективність менеджменту структури капіталу підприємств;
- проаналізувати та порівняти сучасні підходи до управління структурою капіталу українських підприємств та провідних корпорацій світу;
- визначити основні концепції менеджменту структури капіталу, які були б доцільними для подальшого використання в умовах інформаційно-неефективного ринку України;
- розробити комплексний підхід на базі корпоративної фінансової стратегії та менеджменту асиметричної інформації щодо покращання фінансового стану підприємства.

**Об'єктом дослідження** є процес управління структурою капіталу підприємств, що мають юридичну форму організації у вигляді відкритого акціонерного товариства.

**Предметом дослідження** є організація процесу управління структурою капіталу у відкритих акціонерних товариствах.

**Методи дослідження.** При виконанні дослідження залежно від конкретних цілей і задач використано наступні методи:

- метод спостережень, який полягав у проведенні спостережень за зміною основних показників фінансової діяльності українських підприємств протягом декількох років та мав на меті визначити коло сигнальних елементів для наступної розбудови корпоративної фінансової стратегії;
- метод кореляційного аналізу, за допомогою якого було проведено порівняльний аналіз ефективності сигнальних елементів, які є структурними елементами корпоративної фінансової стратегії;
- метод симуляційного моделювання, який містився у визначенні найкращої послідовності кроків міжнародного менеджменту ліквідності акцій ВАТ "Азовсталь" в уявній ситуації.

**Наукова новизна отриманих результатів** полягає у наступному:

- на основі змістовного дослідження теорій структури капіталу обгрунтовано доцільність використання у фінансовому менеджменті підприємств категорії "управління структурою капіталу", згідно до якої, менеджмент структури капіталу - це комплексне управління складовими структури капіталу з метою зменшення його вартості;
- узагальнено зарубіжний та вітчизняний досвід управління структурою капіталу підприємств в умовах перехідної економіки;
- обгрунтовано та уточнено критерії і вперше на основі узагальнення показників ліквідності, заборгованості та рентабельності розроблено методичні підходи до оцінки ефективності управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу;
- суттєво вдосконалено принципи менеджменту ліквідності акцій на міжнародних фінансових ринках;
- обгрунтовано доцільність використання вітчизняними підприємствами концепції низькорівневого ліверіджу в управлінні структурою капіталу в умовах інформаційно-неефективного ринку України;
- вперше, на основі дослідження зв'язку між рівнем асиметричної інформації на підприємстві та його фінансовим станом, розроблено трьохрівневу корпоративну фінансову стратегію, яка полягає у використанні підприємствами різних за рівнем ефективності складових фінансового менеджменту (статичні сигнальні елементи, сигнальні елементи динаміки структури капіталу та допоміжні сигнальні елементи) з метою повідомлення інвесторів про

покращання власного фінансового стану та має своїм фундаментом менеджмент структури капіталу.

**Практичне значення одержаних результатів** дисертаційного дослідження міститься у розробці трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, яка складається з елементів фінансового менеджменту, що утворюють сигнальні комплекси, серед яких головну роль відіграє структура капіталу.

Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження у галузі менеджменту структури капіталу були використані вченими Тілбургського університету (Нідерланди), що складають науково-дослідницьку групу, яка займається питанням менеджменту асиметричної інформації та впливу різних елементів корпоративної фінансової стратегії, у тому числі і менеджменту структури капіталу, на асиметрію інформації між менеджерами та інвесторами.

Результати дисертаційного дослідження привернули до себе увагу таких інвестиційних компаній, як J.P. Morgan та Merrill Lynch, які використали висновки, зроблені у роботі для оцінки перспектив розвитку фондового ринку України.

Висновки та пропозиції, що були зроблені автором в результаті проведеного дослідження можуть бути у подальшому використані для оцінки фінансового стану підприємств та перспектив їх розвитку, визначення рівня асиметричної інформації між менеджерами та акціонерами.

**Особистий внесок** здобувача полягає у наступному: розкрито особливості існуючих способів організації управління структурою капіталу на підприємствах України та обґрунтовано основні передумови поліпшення ефективності менеджменту структури капіталу на основі застосування трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії; розглянуто зміст управління ліквідністю акцій підприємств, які залучають інвестиційний капітал на міжнародних ринках; запропоновано підхід до управління асиметричною інформацією на підприємстві з метою її зменшення та створення сприятливих умов для мінімізації вартості акціонерного капіталу; запропоновано спосіб організації менеджменту акційної цінності та визначено її роль у процесі управління структурою капіталу.

У статті [1] автором визначено роль вартості капіталу у процесі прийняття рішення МНК щодо виходу на вітчизняний ринок.

У статті [4] особистий внесок здобувача полягає в обґрунтуванні доцільності використання структури капіталу у якості сигнального елементу корпоративної фінансової стратегії.

У статті [6] особистий внесок здобувача полягає у визначенні впливу неефективності фондового ринку України на вартість капіталу підприємств.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення і результати виконаного наукового дослідження були оприлюднені на міжнародній науково-практичній конференції "Міжнародні потоки капіталу в країнах з перехідною економікою" (м.Київ, 2000 р.), міжнародній науково-практичній конференції "Фінансові важелі економічного зростання України

на сучасному етапі" (м. Чернівці, 2000 р.), на III Всеукраїнській науково-практичній конференції "Стан і перспективи розвитку банківської системи України" (м. Суми, 2000 р.).

Крім того, результати дисертаційного дослідження доповідалися автором на науково-практичних конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи.

**Наукові публікації.** Результати дисертаційної роботи опубліковані у шести наукових працях загальним обсягом 2,4 д.а., з яких особисто автору належить 1,8 д.а.

**Структура роботи.** Повний обсяг дисертації - 171 сторінка, у т.ч. на 37 сторінках розміщені 15 таблиць, 16 ілюстрацій, 4 додатка і список використаних джерел із 154 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі дисертації "**Сутність менеджменту структури капіталу підприємств**" проаналізовано теоретичні течії у галузі менеджменту структури капіталу. Автором розглянуто теорії структури капіталу М.Міллера, Ф.Моділіяні, С.Майерса, Г.Дональдсона та визначено сутність менеджменту структури капіталу, його цілі та завдання.

Менеджмент структури капіталу слід розглядати як управління елементами структури капіталу з ціллю мінімізації його вартості.

На основі аналізу найбільш ефективних корпорацій США зроблено висновок, що менеджмент структури капіталу може бути вдалим тільки у випадку, коли він використовується разом з іншими елементами корпоративної фінансової стратегії. Перелік цих елементів міститься у сигнальній корпоративній фінансовій стратегії, що проілюстрована на рис. 1.

Корпоративна фінансова стратегія складається з сигнальних елементів, які є складовими фінансового менеджменту на підприємстві та мають на меті повідомити інвесторів про покращення його фінансового стану. Сигнальні елементи утворюють сигнальні комплекси різних рівнів, відповідно до потужності їх сигнального ефекту.

Слід зауважити, що переважна більшість відомих корпорацій світу використовує в управлінні одним з сигнальних елементів - структурою капіталу - стратегію, яка має назву "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу". За цією стратегією корпорація прагне використовувати власний капітал, а не борг.

Слід зазначити, що ця стратегія менеджменту структури капіталу є дуже ефективною. Так, за останні 10 років показник фінансового ліверіджу корпорацій, що входять до найбільш поважного фондового індексу США, S&P500 зменшився з 68 % до 36 %. При цьому вартість акціонерного капіталу для цих корпорацій зменшилася за вказаний період часу з 4,10 % до 1,01 %.



**Рис. 1. Двохрівнева корпоративна фінансова стратегія, розроблена на базі двох сигнальних комплексів**

В Україні далеко не усі відкриті акціонерні товариства, які вже зробили перший крок у напрямку покращення ефективності менеджменту структури капіталу, тобто зважилися виставити власні акції на біржу, мають такі ж вражаючі досягнення в галузі менеджменту структури капіталу, як лідери світового бізнесу.

Дані, що містяться у табл. 1, дають змогу визначити рівень ефективності менеджменту структури капіталу провідних підприємств України.

*Таблиця 1*

**Показники ефективності менеджменту структури капіталу провідних українських підприємств**



Рейтинг підприємств за ринково-ю капіталізацією	Підприємства	Показники ефективності менеджменту структури капіталу				
		ринкова капіталізація, млн. дол. США	S (серед), %	P/E	P/S	обсяг торгів акціями, млн. дол. США
1	ВАТ "Укрнафта"	72,492	10	0,32	0,15	3,411
2	ВАТ "Миколайовський глиноземний завод"	62,625	108	3,12	0,49	0,459
3	ВАТ "Металургійний комбінат ім. "Ілліча"	49,542	70	1,73	0,06	0,382
4	ВАТ	47,588	510	7,59	0,08	0,041
5	ВАТ "Київенерго"	43,385	0	1,08	0,16	0,077
6	ВАТ "Західенерго"	41,923	24	2,06	0,11	0,553
7	ВАТ "Дніпроенерго"	36,521	30	2,86	0,06	0,839
8	ВАТ "Центренерго"	30,993	88	-	0,05	0,930
9	Концерн "Стірол"	24,882	22	2,67	0,16	2,680
10	ВАТ "Нижньодніпровський трубопрокатний завод"	23,388	49	1,78	0,09	0,789

За даними табл. 1 у роботі робиться висновок, що менеджмент структури капіталу українських підприємств-лідерів вітчизняного фондового ринку, є загалом неефективним. Свідченням неефективності управління структурою капіталу українських підприємств є:

- 1) помітна недооцінка акції українських підприємств. Акції Миколаївського глиноземного заводу, концерну Стірол, ВАТ "Азовсталь", ВАТ "Укрнафта", ВАТ "Дніпроенерго" можуть бути названі лідерами ринку акцій лише умовно, тому що усі вони є "акціями вартості", тобто мають низький показник відношення курсу акцій до доходу на акцію. Середній показник для цих компаній дорівнює лише двом;
- 2) занадто високий показник виплати дивідендів, який протягом 1998-2000 рр. зріс з 37 % до 45 %. Для збільшення інвестиційної привабливості підприємств менеджери використовують дивіденди у грошовій формі, зменшуючи обсяг реінвестицій;
- 3) помітно висока вартість акціонерного капіталу, яка має динаміку зростання. Ця тенденція ілюстрована даними табл. 2;
- 4) занадто низька активність українських відкритих акціонерних товариств у здійсненні додаткових емісій акцій.

Таблиця 2

### Вартість акціонерного капіталу українських підприємств, акції яких представлені на ПФТС

Галузі	Вартість акціонерного капіталу за роками, %		
	1998	1999	2000

Енергетична	13	16	11
Металургічна	21	19	29
Хімічна	29	18	17
Нафтогазова	24	22	26
Машинобудівна	14	24	21
Інші галузі	21	28	31
В середньому:	21	23	26

У 2000 р. лише кожне шосте підприємство, яке виставило власні акції на торги ПФТС здійснило додаткову емісію акцій. Більш того, акції лише близько 600 з 12 тисяч українських відкритих акціонерних товариств (4,5 %) входять до лістингів бірж та ПФТС. Тому, для українського ринку більш актуальним є питання пошуку концептуального підходу щодо того, яким чином тим підприємствам, які ще вагаються, чи виходити їм з власними акціями на ринок чи ні, управляти структурою капіталу після прийняття рішення цього рішення.

У другому розділі "**Науково-методичні засади покращання ефективності менеджменту структури капіталу**" містяться основні теоретичні розробки у галузі управління структурою капіталу, які повинні закласти фундамент до поліпшення ефективності подальшого застосування інструментів менеджменту структури капіталу на практиці.

Першим кроком у напрямку покращання фінансового стану підприємств на базі менеджменту структури капіталу є прикладне застосування запропонованої стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу.

Актуальність розробки стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу пояснюється тим, що у переважній більшості існуючих теорій структури капіталу досліджувався вплив структури капіталу на ринкову вартість підприємства, але не було досліджено питання щодо визначення такої структури капіталу, яка сприяла б не тільки зменшенню вартості капіталу та зростанню ринкової вартості підприємства, але й позитивно впливала на перспективи ринкового зростання підприємства. Для відповіді на це запитання автором була розроблена стратегія управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу, згідно з якою можливо винайти таку структуру капіталу, яка дозволила б максимізувати дохід до сплати процентів за користування кредитами банків та сплати податків, та чистий дохід, та мінімізувати інвестиційний ризик. При цьому, основний наголос робиться на структурі виробничо-фінансового ліверіджу корпорації, а не на його рівні. Окрім цього, в існуючих теоріях структури капіталу розглядається лише фінансовий ліверідж підприємства, а така складова виробничо-фінансового ліверіджу підприємства, як виробничий ліверідж, зовсім не враховується.

Виробничо-фінансовий ліверідж підприємства складається з фінансового та виробничого, та розраховується наступним чином:

$$L = FL \times OL, \quad (1)$$

де  $L$  - виробничо-фінансовий ліверідж підприємства;

$FL$  - фінансовий ліверідж;

$OL$  - виробничий ліверідж.

Існує й інша формула, за якою можливо виміряти виробничо-фінансовий ліверідж підприємства:

$$L = IPS / SPS, \quad (2)$$

де  $L$  - виробничо-фінансовий ліверідж підприємства;

$IPS$  - чистий дохід на акцію;

$SPS$  - обсяг продажу на акцію.

Згідно до формули 2 підприємство може вважатися ефективним оператором ринку у випадку, коли воно здатне мінімізувати фінансові ризики та максимізувати розмір операційного та чистого доходу. Ефективна стратегія щодо управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу, який складається з виробничого та фінансового ліверіджу, передбачає, що фінансовий ліверідж повинен прагнути до мінімуму, а виробничий ліверідж - прагнути до максимуму.

Стратегія оптимальної структури виробничо-фінансового ліверіджу (TLOS) робить наголос на тому, що оптимальна структура капіталу досягається у тому випадку, коли компанія мінімізує частку фінансових зобов'язань у структурі капіталу.

У якості фундаменту стратегії управління структурою виробничо-фінансового ліверіджу запропоновано використовувати показник оптимальної структури виробничо-фінансового ліверіджу, який розраховується наступним чином:

$$TLOS = (OL2-OL1)+(FL1-FL2), \quad (3)$$

де  $TLOS$  - оптимальна структура виробничо-фінансового ліверіджу;

$OL1$  - виробничий ліверідж на початок року;

$OL2$  - виробничий ліверідж на кінець року;

$FL1$  - фінансовий ліверідж на початок року;

$FL2$  - фінансовий ліверідж на кінець року.

Для того, щоб визначити, який з факторів - структура виробничо-фінансового ліверіджу чи його рівень (TL) - відчутніше впливають на ринкову вартість підприємства, проведено кореляційний аналіз між показниками FL, OL, TL, TLOS та ринковою вартістю провідних корпорацій світу.

В результаті кореляційного аналізу зроблено висновок, що рівень виробничо-фінансового ліверіджу не має вирішального впливу на вартість компанії на ринку. Основним фактором, який впливає на ринкову вартість корпорації є структура виробничо-фінансового ліверіджу. Чим відчутніша зміна (у бік збільшення) рівня виробничого ліверіджу та більш помітне зменшення рівня фінансового ліверіджу, тим вища ринкова вартість компанії. Тому, для того, щоб максимізувати ринкову вартість своїх компаній, фінансові менеджери повинні прагнути до пошуку не оптимального рівня виробничо-фінансового ліверіджу, як це робиться зараз, а до пошуку оптимальної структури виробничо-фінансового ліверіджу, за якої:

- OL прагне до максимуму;
- FL прагне до мінімуму;
- чистий дохід на акцію прагне до максимуму;
- обсяг продажу на акцію прагне до максимуму;
- TLOS прагне до максимуму.

Таким чином, збільшення показника TLOS можливе лише у випадку мінімізації фінансового ліверіджу, що у свою чергу, є результатом збільшення частки власного капіталу у структурі капіталу підприємства. Одним із способів зменшення рівня фінансового ліверіджу є здійснення підприємствами додаткового випуску акцій, при цьому у пошуках інвестиційного капіталу українські підприємства можуть вийти за межі національного ринку. Але перед ними постає дуже актуальне питання, яким чином управляти різницею у інформаційній ефективності українського та зарубіжного ринку. З ціллю відповіді на це питання пропонується вдатися до міжнародного менеджменту ліквідності акцій - управління інформаційною ефективністю ринків різних країн світу з метою мінімізації вартості капіталу, збільшення ринкової вартості корпорації та достатку акціонерів.

Основними елементами міжнародного менеджменту ліквідності акцій є: прямий та зворотній спліт акцій; додатковий випуск акцій в обіг; випуск американських депозитарних розписок (ADR).

Розробка стратегії міжнародного менеджменту ліквідності акцій полягає у визначенні послідовності застосування підприємством вищевказаного інструментарію з метою підвищення ефективності випуску депозитарних розписок, враховуючи при цьому рівень інформаційної ефективності національного та зарубіжного фондових ринків.

У роботі запропоновано стратегію менеджменту ліквідності акцій для тих вітчизняних підприємств, які мають на меті випустити депозитарні розписки на американському фондовому ринку.

Приймаючи до уваги той факт, що фондовий ринок США є більш інформаційно-ефективним, ніж ринок України, то стратегія менеджменту ліквідності акцій повинна включати наступні інструменти: зворотній спліт акцій; випуск ADR; прямий спліт акцій.

Зазначена послідовність використання інструментів менеджменту ліквідності акцій, за якої спочатку збільшується номінальна вартість акцій компанії, а вже потім компанія виходить на більш ефективний ринок з власними ADR, є найбільш оптимальною. Збільшення номінальної вартості акцій компанії призводить до погіршення ліквідності її акцій, що в свою чергу, негативно позначається на ринковому курсі її акцій за причини збільшення ризику фінансових втрат інвесторів. Але негативний вплив зменшення ліквідності акцій компанії на їх курс менш відчутний на неефективному ринку, котрим є український ринок, ніж на більш ефективному, такому як американський, тому що швидкість розповсюдження інформації про причину погіршення ліквідності акцій є набагато вищою на більш інформаційно-ефективному ринку, яким є саме фондовий ринок США.

На основі аналізу, у роботі робиться висновок, що менш ефективний український ринок дає вітчизняним підприємствам досить часу на те, щоб за рахунок допоміжних заходів, таких як випуск власних ADR на американському ринку, не тільки зменшити негативний вплив на курс акцій на українському ринку, але й стимулювати їх зростання на американському ринку за рахунок методів з арсеналу менеджменту структури капіталу, таких як прямий спліт. При цьому, використання прямого спліту має більше перспектив саме у випадку, коли ще до випуску підприємством ADR було зменшено ринкову вартість його акцій за допомогою зворотного спліту. Тому, міжнародний менеджмент інформаційної ефективності ринків, який базується на використанні акцій для фінансування діяльності підприємств, може мати добру перспективу для застосування українськими підприємствами.

У третьому розділі "**Стратегія менеджменту структури капіталу на вітчизняному підприємстві**" розроблено комплексний підхід щодо покращання фінансового стану підприємства на базі менеджменту структури капіталу та запропонована трьохрівнева сигнальна корпоративна фінансова стратегія, яка здатна вирішити проблему асиметрії інформації на рівні підприємства, що досліджується.

У якості об'єкта дослідження було обрано ВАТ "Інтернафтогазбуд", що розташоване у м. Суми та спеціалізується на спорудженні будівель на замовлення підприємств нафто-газового комплексу.

Проведений аналіз ефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" протягом 1997-1999 рр. довів, що за цей час менеджери підприємства стали менш ефективними щодо своєї спроможності впливати на фінансовий стан підприємства за рахунок менеджменту структури капіталу.

У табл. 3 представлені показники ефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Таблиця 3

**Показники ефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд"**

Показники ефективності менеджменту структури капіталу	Значення показників ефективності менеджменту структури капіталу за роками		
	1997	1998	1999
Доход на акцію, грн.	3,38	12,07	-
Дивіденди на акцію, грн.	-	1,20	-
Показник виплати дивідендів, %	-	9,94	-
Фінансовий ліверідж, %	62,21	76,15	98,50
Показник окупності власного капіталу, %	16,30	27,60	-
Показник окупності активів, %	6,20	6,40	-
Балансова вартість акції, грн.	20,23	44,86	2,47

Свідченням неефективності менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" є:

- зростання рівня фінансового ліверіджу протягом 1997-1999 рр.;
- занадто "важкі" активи підприємства.

Тенденція збільшення рівня фінансового ліверіджу частково може бути пояснена зменшенням розміру власного капіталу у структурі капіталу підприємства за причини негативних фінансових результатів за 1999 р. Але важко пояснити мотивацію менеджерів підприємства, які сприяли збільшенню рівня фінансового ліверіджу навіть протягом того року, коли був отриманий прибуток, що призвело до зростання розміру власного капіталу, але при цьому не зменшився рівень фінансового ліверіджу. Можливо, це було зроблено для того, щоб реструктуризувати активи підприємства. Для цього менеджери підприємства збільшили частку боргу у структурі капіталу, щоб мати достатньо коштів для фінансування процесу реструктуризації активів. Але це було зроблено не достатньо ефективно і в результаті реструктуризація активів в 1998 р. призвела до збитків.

Неефективність управління активами підприємства виражається у великій різниці між показником окупності власного капіталу та показником окупності активів. Світовий досвід менеджменту структури капіталу свідчить про те, що за ефективного використання активів показник окупності власного капіталу, як правило не перевищує показник окупності активів більше, ніж вдвічі. Тільки тоді можна стверджувати, що менеджмент активів та структури капіталу є ефективним.

Посилаючись на дані табл. 3, робиться висновок, що ефективність менеджменту структури капіталу ВАТ "Інтернафтогазбуд" значно впала. Тому першочерговим завданням підприємства є реструктуризація активів за допомогою додаткових емісій власних акцій.

Після виходу підприємства з власними акціями на ринок, впровадження в життя концепції менеджменту структури капіталу "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої структури капіталу" починається з реструктуризації складу власних інвесторів, тобто збільшення частки довгострокових акціонерів.

Стратегія реструктуризації складу акціонерів, представлена у табл. 4.

Таблиця 4

#### Стратегії реструктуризації складу акціонерів

Етапи стратегії	Послідовність етапів при різних варіантах стратегії			
	а	б	в	г
Визначення на зібранні акціонерів: кому належить більшість - довгостроковим чи короткостроковим інвесторам	1	1	1	1
Залучення кредиту банку	-	2	2	2
Реструктуризація активів	-	3	3	3
Викуп власних акцій з обігу	2	4	4	4
Продаж акцій власним робітникам зі скидкою	3	5	5	5

**а** - у компанії є чистий дохід, достатній для реструктуризації складу акціонерів та більшість її акціонерів є довгостроковими;

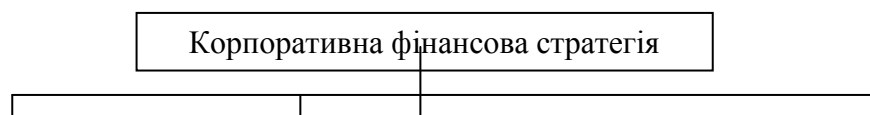
**б** - у компанії є чистий дохід, достатній для реструктуризації складу акціонерів, але більшість голосів належить короткостроковим акціонерам;

**в** - у компанії недостатньо чистого доходу або нема його зовсім для реструктуризації складу акціонерів, але більшість належить довгостроковим акціонерам;

**г** - у компанії неадекватно чистого доходу або він відсутній взагалі, до того ж більшість належить короткостроковим інвесторам.

У роботі детально розглядається стратегія "а", як найбільш перспективна для реструктуризації складу акціонерів.

Першим етапом стратегії є визначення на зібранні акціонерів: кому належить більшість - довгостроковим чи короткостроковим інвесторам. Для цього, менеджери компанії повинні винести на голосування на зібранні акціонерів питання про використання чистого доходу для викупу власних акцій з обігу, а не на виплату готівкових дивідендів. Якщо рішення буде прийняте, то це свідчить про те, що більшість у складі акціонерів займають довгострокові акціонери.





**Рис. 2. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія, розроблена для ВАТ "Інтернафтогазбуд"**

Якщо ж рішення на зборах акціонерів не буде прийнято, то більшість належить короткостроковим акціонерам. У такому випадку, підприємству слід перейти до стратегії "б", тобто вдатися до кредиту банку. У даному випадку, головне завдання кредиту банку - примусити неефективних акціонерів покинути підприємство.

Третім етапом стратегії реструктуризації складу акціонерів, за усіма її варіантами, має бути викуп компанією власних акцій з обігу. За допомогою викупів власних акцій з обігу підприємство здатне реструктуризувати склад акціонерів, зменшуючи у ньому частку неефективних власників. Щодо вторинного розміщення акцій серед юридичних осіб, то підприємство має на меті залучити до цього процесу один із найбільших інвестиційних фондів світу - фонд Кемпер, який може підтримати ліквідність акцій додаткової емісії.



Після впровадження основних елементів концепції "прагнення до низьколіверіджевої структури капіталу" підприємство повинне закріпити власні успіхи у цьому напрямку розробкою корпоративної фінансової стратегії, яка була б ефективною в умовах неефективного ринку України та була б спроможною відповідати запитам запропонованої концепції менеджменту структури капіталу.

На рис. 2 розкрито саме таку корпоративну фінансову стратегію для ВАТ "Інтернафтогазбуд".

Основними пунктами запропонованої стратегії є:

- головним джерелом фінансових ресурсів підприємства є додатковий випуск акцій;
- пошук інвестиційних проектів, а не постійне сигналізуванню інвесторів про покращення власної ринкової ефективності за допомогою готівкових дивідендів;
- збільшення ліквідності акцій за допомогою прямого спліту;
- моніторинг зміни спреду за акціями.

Таким чином, використовуючи такий комплексний підхід до менеджменту структури капіталу, що має назву трьохрівневої корпоративної фінансової стратегії, ВАТ "Інтернафтогазбуд" буде здатне ефективно управляти структурою капіталу у подальшому, тобто бути ефективним ринковим оператором в умовах інформаційно-неефективного ринку України.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що виявляється в обґрунтуванні і запровадженні нових форм і методів управління структурою капіталу підприємств з метою покращання їх фінансового стану.

1. Менеджмент структури капіталу підприємства може вважатися ефективним, якщо завдяки йому менеджерам підприємства вдається досягти відразу усіх трьох головних цілей корпоративної фінансової стратегії: максимізації ринкової вартості підприємства; максимізації акційної цінності; мінімізації вартості капіталу.

2. Використання менеджменту структури капіталу не може бути ефективним, якщо здійснюється окремо від інших елементів корпоративної фінансової стратегії, таких як: дивідендна політика; інвестиційна стратегія; менеджмент ліквідності акцій.

3. Найбільш популярними у світовій практиці прийомами з арсеналу менеджменту структури капіталу є: прямий спліт; зворотній спліт; додатковий випуск акцій в обіг; викуп підприємством власних акцій.

4. За результатами дисертаційного дослідження найбільш вдалою та універсальною концепцією менеджменту структури капіталу визнана концепція "прагнення до абсолютно низьколіверіджевої

структури капіталу", за якою менеджери підприємства прагнуть збільшити частку власного капіталу у структурі капіталу підприємства.

5. Фактор акціонерного складу підприємства є найбільш вагомим щодо впливу на ефективність менеджменту структури капіталу підприємств, які працюють в умовах інформаційно-неефективного ринку України. Тому менеджмент структури капіталу повинен бути тісно зв'язаний зі стратегією реструктуризації складу акціонерів.

6. Реалізувати свій внутрішній потенціал щодо покращення власного фінансового стану за допомогою менеджменту структури капіталу підприємство здатне лише після того, як здійснить первинне розміщення власних акцій на ринку.

### **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ**

1. Рекуненко І.І., Костюк О.М. Розвиток ТНК – запорука процвітання економіки країни // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 1999. – №3. – С. 247-249. (0,4 д.а., особисто автора - 0,2 д.а.).
2. Костюк О.М. Закордонний досвід використання менеджменту акційної цінності / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №1. – С. 78-81. (0,3 д.а.).
3. Костюк О.М. Трьохрівнева корпоративна фінансова стратегія // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №1. – С. 201-209. (0,5 д.а.).
4. Костюк О.М., Рекуненко І.І. Злиття та поглинання як елемент корпоративної фінансової стратегії // Механізм регулювання економіки природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: Видавництво Сумського державного університету. – 2000. – №4. – С. 217-222. (0,4 д.а., особисто автора - 0,2 д.а.).
5. Костюк О.М. Міжнародний менеджмент ліквідності акцій / Вісник Української академії банківської справи. – 2000. – №2. – С. 76-80. (0,4 д.а.).
6. Костюк О.М., Хворост В.А. Вплив монетарної політики на становлення та розвиток фондового ринку України // Науковий Вісник Буковинського Державного фінансово-економічного інституту. – 2000. – Випуск 1. – Ч. 1. – С. 53-57. (0,4 д.а., особисто автора - 0,2 д.а.).

### **АНОТАЦІЯ**

Костюк О.М. Покращання фінансового стану підприємства на базі менеджменту структури капіталу. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2001.

В дисертаційній роботі досліджено питання управління структурою капіталу підприємств та детально вивчено зв'язок між ефективністю менеджменту структури капіталу підприємства та його фінансовим станом. На основі змістовного дослідження підходів щодо менеджменту структури капіталу провідних світових та українських підприємств визначено основні найбільш ефективні методи менеджменту структури капіталу. Детально проаналізовано ринок капіталу України та зроблено висновок щодо рівня ефективності управління структурою капіталу вітчизняних підприємств.

Вперше запропоновано підходи з арсеналу менеджменту структури капіталу, які можуть бути ефективно використано менеджерами українських підприємств з ціллю покращання їх фінансового стану.

Вперше розроблено трьохрівневу корпоративну фінансову стратегію, фундаментом якої є менеджмент структури капіталу. Запропоновано спосіб виходу підприємства на закордонні ринки капіталу, який має назву міжнародного менеджменту ліквідності акцій.

*Ключові слова:* структура капіталу, власний капітал, акції, асиметрія інформації, вартість капіталу, курс акцій, ліверідж, спліт акцій.

## **АННОТАЦІЯ**

Костюк О.М. Улучшение финансового состояния предприятия на базе менеджмента структуры капитала. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01 – финансы, денежное обращение и кредит. – Украинская академия банковского дела, Сумы, 2001.

В диссертационной работе исследованы вопросы управления структурой капитала предприятий и детально изучена связь между эффективностью менеджмента структуры капитала предприятия и его финансовым состоянием. Предложен комплекс финансовых показателей, который может быть использован на предприятиях Украины в качестве индикаторов изменения эффективности менеджмента структуры капитала. На основе содержательного исследования инструментов и стратегий менеджмента структуры капитала ведущих мировых и украинских предприятий определены основные наиболее эффективные методы и инструменты управления структурой капитала, а именно: прямой и дополнительный сплиты акций; выкуп собственных акций предприятиями из обращения; дополнительный выпуск акций.

Детально изучен рынок капитала Украины и сделан вывод относительно уровня эффективности управления структурой капитала открытых акционерных обществ.

Предложен комплекс мероприятий управления структурой капитала, которые могут быть эффективно использованы менеджерами украинских предприятий с целью улучшения их финансового состояния. Впервые разработана концепция использования в условиях рынка Украины трехуровневой корпоративной финансовой стратегии, фундаментом которой является менеджмент структуры капитала. В предложенной корпоративной финансовой стратегии структура капитала играет роль сигнального элемента, с помощью которого предприятие информирует инвесторов, как существующих, так и перспективных, относительно своего финансового состояния и возможностей для его улучшения в будущем.

Предложен способ выхода предприятия на зарубежные рынки капитала, который получил название международного менеджмента ликвидности акций. С его помощью предприятия Украины могут успешно преодолевать барьер информационной неэффективности отечественного фондового рынка в процессе выхода на рынок международного инвестиционного капитала.

Впервые разработана стратегия управления структурой производственно-финансового ливериджа и опеределена роль структуры производственно-финансового ливериджа в управлении структурой капитала на предприятии. Сделан вывод о том, что именно структура, а не уровень производственно-финансового ливериджа наиболее эффективно влияет на рыночную стоимость акционерного капитала предприятия. В работе обоснована и предложена оптимальная структура производственно-финансового ливериджа, которая предполагает минимизацию финансового ливериджа и максимизацию производственного ливериджа. В качестве фундамента предложенной стратегии управления структурой производственно-финансового ливериджа предлагается использовать разработанный автором показатель оптимальной структуры производственно-финансового ливериджа.

*Ключевые слова:* структура капитала, собственный капитал, акции, асимметрия информации, стоимость капитала, курс акций, сплит акций, ливеридж.

## SUMMARY

Kostyuk O.M. Improving company financial performance with capital structure management. - Manuscript.

The dissertation for a candidate of economic sciences degree by speciality 08.04.01.- finance, money turnover and credit. - Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2001.

The dissertation is aimed to pursue an investigation in the field of corporate finance - capital structure management. The fundamental part of research are theories of capital structure of the leading experts in this field of science.

The author has analyzed an efficiency of capital structure management within the most successful companies over the world to conclude what the optimal capital structure is. The main conclusion that has been issued is concerned with point of view that it is absolutely low-levered capital structure. Herewith the company is advised to finance its activity through equity issuing but not debt.

A lot of suggestions how to manage capital structure of Ukrainian enterprises have been issued. All of these suggestions have been united into three-level corporate financial strategy. Efficiency of suggested strategy has been tested at JSC "Interoilgasconstruction".

*Key words:* shares, equity, capital structure, stock price, stock split, capital costs, asymmetric information, leverage.





