МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

БУЛАВИНЕЦЬ ОЛЕКСАНДР ВАСИЛЬОВИЧ

УДК 336.648:336.02

ПОЗИЧЕНИЙ КАПІТАЛ У ФІНАНСУВАННІ ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Київ – 2016

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі корпоративних фінансів і контролінгу у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ

Науковий керівник: кандидат економічних наук, доцент
Романишин Володимир Орестович,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Азаренкова Галина Михайлівна,
Харківський навчально-науковий інститут
ДВНЗ «Університет банківської справи»,
завідувач кафедри фінансів та фінансово-економічної безпеки

кандидат економічних наук, доцент
Стецько Микола Васильович,
Тернопільський національний економічний університет,
доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування

Захист відбудеться «26» травня 2016 р. о 10 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04 у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03680, м. Київ, пр. Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49-Г, ауд. 601.

Автореферат розісланий «___» квітня 2016 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради
кандидат економічних наук, професор А.М.Поддєрьогін

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. В умовах ринкової економіки стабільний розвиток підприємства нерозривно пов'язаний із залученням фінансових ресурсів, використанням різних джерел та форм залучення капіталу. Одночасно із власним капіталом, який для більшості підприємств є основою їх ресурсної бази і джерелом формування активів, у ринкових умовах господарюючі суб'єкти використовують різні форми позиченого капіталу. Це дає можливість використати ефект фінансового важеля та досягти кращих фінансових результатів. Якісно організований процес залучення і використання позиченого капіталу уможливлює зростання ринкової вартості підприємства, забезпечує його стабільну ліквідність та прибутковість.

Однак, невиправдане нарощування обсягів та формування нераціональної структури позичених ресурсів здатне генерувати фінансові ризики, а при їх ігноруванні може викликати дестабілізацію фінансового становища підприємства і навіть привести до його банкрутства. Тому організація ефективного управління позиченим капіталом є важливим функціональним блоком фінансового менеджменту у сфері бізнесу і, водночас, актуальним напрямком наукових досліджень.

Фундаментальні теоретико-методологічні та інституційні засади формування і використання капіталу підприємства досліджені класиками економічної науки А. Маршалом, Д. Рікардо, П. Самуельсоном, Д. Хіксом та іншими. Серед сучасних зарубіжних дослідників цієї проблематики слід відзначити І. Балабанова, Дж. Бейкера, Дж. К. Ван Хорна, Дж. Вільямса, Л. Гіляровську, В. Ковальова, О. Коптєву, С. Майерса, М. Х. Мескона, М. Міллера, Ф. Модільяні, А. Пілюгіну, М. Рогова, С. Росса, О. Сабірову, О. Стоянову, Т. Теплову та інших.

Питання теоретичних засад та практики управління позиченим капіталом у системі фінансування корпоративних підприємств стали предметом уваги у працях Г. Азаренкової, І. Бланка, Ю. Воробйова, В. Гриньової, О. Зеленіної, Г. Кірейцева, Г. Крамаренко, Н. Мішеніної, А. Поддєрьогіна, Н. Пойди-Носик, В. Романишина, М. Стецька, О. Теліженко, О. Терещенка, Г. Філіної та багатьох інших науковців.

При значній увазі вчених до питань управління капіталом підприємства, у науковій літературі недостатньо робіт, присвячених дослідженню місця позиченого капіталу в системі фінансування підприємства, оптимізації його структури й оцінювання ефективності. Більшість дослідників акцентують увагу на проблематиці оцінювання структури сукупного капіталу, її впливу на ефективність власного капіталу і фінансовий стан підприємства загалом. Дискусійними залишаються питання розкриття сутності позиченого капіталу та його розмежування з позиковим капіталом, розробки методики оптимізації структури зобов'язань, оцінювання ефективності їх формування і використання.

Зв'язок з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за темою: «Фінансове управління інвестиційним та інноваційним розвитком підприємств» (державний реєстраційний номер 0111U007426). Особистий внесок автора полягає у розробці пропозицій з удосконалення теоретичних засад та

практики використання підприємствами позиченого капіталу у контексті підвищення ефективності його формування і використання при прийнятному рівні ризику.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних засад фінансування підприємств за рахунок позиченого капіталу та розроблення практичних рекомендацій з удосконалення управління позиченим капіталом підприємств для забезпечення їх ефективного функціонування.

Відповідно до визначеної мети в роботі передбачено вирішення таких завдань:

– поглибити розкриття сутності фінансування підприємства, охарактеризувати його джерела та їхні ключові ознаки;

– узагальнити наукові підходи до трактування сутності поняття «позичений капітал», розкрити зміст, принципи та напрями політики управління ним;

– розглянути підходи до оцінювання ефективності управління позиченим капіталом підприємства;

– виявити тенденції формування складу і структури позиченого капіталу вітчизняних підприємств;

– проаналізувати ризики та витрати на формування позиченого капіталу вітчизняних підприємств, а також ефективність його використання;

– розкрити переваги та визначити проблеми застосування вітчизняними підприємствами нетрадиційних методів формування позиченого капіталу;

– розробити пропозиції з удосконалення порядку оптимізації об'ємно-структурних параметрів позиченого капіталу в довго- і короткостроковому періоді;

– обґрунтувати рекомендації з удосконалення методичного забезпечення оцінки ефективності управління позиченим капіталом.

Об'єктом дисертаційної роботи є позичений капітал підприємств як джерело їх фінансування (на прикладі вибіркової сукупності агрохолдингів України).

Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають у процесі формування та використання позиченого капіталу підприємств.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційної роботи є діалектичний метод пізнання процесів і явищ у їх взаємозв'язку й взаємодії. При її написанні застосовані такі методи: наукової абстракції та аналогії, прийоми індукції та дедукції, групування – при обґрунтуванні категорійно-понятєвого апарату (перший розділ); аналізу та синтезу, порівняння, емпіричного і графічного аналізу, прийоми середніх та відносних величин – при оцінюванні практики формування складу і структури позиченого капіталу, ефективності його залучення і використання (другий розділ); методи економіко-математичного моделювання, формалізації, ідеалізації і наукового абстрагування – при розробці пропозицій з удосконалення практики управління позиченим капіталом підприємств (третій розділ).

Інформаційною базою дисертаційної роботи є нормативно-правові акти, які врегульовують процеси формування і використання позиченого капіталу підприємства, аналітичні і статистичні дані Державної служби статистики України, сформованої вибіркової сукупності агрохолдингів України, наукові розробки з питань управління позиченим капіталом підприємств.

Наукова новизна одержаних результатів. У процесі дослідження отримано такі найбільш суттєві наукові результати, які свідчать про особистий внесок автора у поглиблення концептуальних засад та методичних підходів до фінансування підприємства за рахунок позиченого капіталу і складають наукову новизну роботи:

уперше:

– обґрунтовано доцільність запровадження оцінювання потенційних кредиторів підприємств на предмет їх здатності виконувати умови кредитних договорів, зокрема, запропоновано використання бального підходу, що базується на трьох групах критеріїв: репутаційні, організаційні й економічні. Визначено перелік критеріїв оцінювання, запропоновано матрицю їх значень і шкалу інтерпретації комплексного показника оцінки надійності кредитора. Це дозволить більш зважено підходити до вибору кредиторів при формуванні позиченого капіталу підприємства та зменшить ймовірність виникнення у нього фінансових проблем, пов'язаних із несумлінним виконанням кредитором своїх зобов'язань;

удосконалено:

– визначення поняття «управління позиченим капіталом підприємства», з урахуванням функціонального підходу, як підпорядкованої стратегічним завданням розвитку підприємства цілеспрямованої діяльності щодо визначення потреби у позиченому капіталі, вибору найбільш ефективних його форм та оптимізації структури за критерієм впливу на вартість підприємства, забезпечення його цільового й ефективного використання, а також виконання підприємством своїх зобов'язань. На відміну від існуючих, таке трактування дає змогу охопити усі функціональні аспекти управління позиченим капіталом підприємства;

– підходи до оптимізації об'ємно-структурних параметрів позиченого капіталу підприємства через застосування алгоритму, що передбачає відбір параметричних показників за критерієм тісноти кореляційного зв'язку та побудову багатофакторних регресійних моделей, які дають змогу розрахувати оптимальне співвідношення власного і позиченого капіталу, а також оптимізувати структуру останнього;

набули подальшого розвитку:

– підходи до оцінювання ефективності управління позиченим капіталом підприємства в частині побудови алгоритму, який поряд з визначенням мети та вибором моделі оцінювання передбачає розмежування індикаторів ефективності відповідно до двох критеріїв: результативності як міри досягнення намічених результатів і економічності – як міри відповідності результатів їхнім оптимальним параметрам. Розроблено порядок розрахунку інтегрального показника ефективності управління позиченим капіталом, що уможливлює всебічну оцінку результативності такого управління і забезпечить об'єктивність результатів оцінювання;

– порядок оцінювання рентабельності використання позиченого капіталу, що передбачає використання багатофакторних моделей. Пропонований алгоритм оцінювання дає можливість при забезпеченні простоти розрахунків оцінити залежність рентабельності позиченого капіталу від рівня рентабельності продажу, оборотності всіх активів і власного капіталу, рівня ліквідності та фінансової стабільності;

– понятійний апарат фінансування підприємства в частині розмежування понять «позиковий капітал» і «позичений капітал». Перше характеризує частину власних фінансових ресурсів підприємства, які тимчасово не задіяні у господарській діяльності та можуть бути використані на ринку капіталу для отримання додаткових доходів від інвестування. Позичений капітал – це частина фінансових ресурсів, які не належать підприємству на правах власності, але залучені ним в господарську діяльність з різних джерел і в різних формах на умовах строковості, зворотності та

платності для досягнення цілей діяльності та отримання очікуваного економічного чи соціального ефекту. Перевагою цього підходу є чітке визначення кінцевої мети використання позиченого капіталу;

– методичні підходи до диверсифікації інструментів залучення позиченого капіталу, зокрема обґрунтовано необхідність використання кредитних нот, бридж-кредитів, мезонінного фінансування, ECA-фінансування, LBO-фінансування, а також визначено чинники, які стримують їх практичне впровадження. Доведено, що порівняно з іншими формами залучення коштів, ці інструменти передбачають більші можливості для оперативного управління позиченим капіталом, зниження витрат на його залучення та оптимізації структури.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що розроблені у роботі теоретичні підходи, висновки і рекомендації поглиблюють теоретичні засади використання позиченого капіталу як джерела фінансування підприємства, дають можливість визначити напрями вдосконалення практики управління ним з метою забезпечення ефективного і стабільного функціонування підприємства.

Практичні результати роботи щодо мікрокредитування сільськогосподарських малих підприємств були використані Департаментом стратегії та економічного розвитку Міністерства аграрної політики та продовольства України при розробці заходів державної аграрної політики (довідка № 11-1/345 від 30.10.2015). Пропозиції щодо оцінювання ефективності управління позиченим капіталом у розрізі показників результативності та економічності прийнято до впровадження департаментом корпоративного бізнесу АТ «Ощадбанк» (довідка № 31/4-12/5365 від 30.10.2015 р.). Розроблену методику оцінювання надійності кредитора прийнято до впровадження у фінансово-господарській діяльності ПрАТ «Райз-Максимко» (довідка № 1320 від 18.10.2015 р.) Результати роботи щодо використання інтегрального показника ефективності управління позиченим капіталом, який дає змогу врахувати рівень виконавської ефективності управління позиченим капіталом та його якісні параметри, застосовані у фінансовій діяльності ТОВ «НАТАША-АГРО» (довідка № 12-09/288.1 від 21.10.2015 р.) Окремі положення та висновки дисертаційної роботи використовуються в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», зокрема при викладанні дисциплін «Корпоративні фінанси», «Фінанси підприємств» та «Фінансовий аналіз підприємств» в процесі підготовки бакалаврів та магістрів за спеціальністю 6.030508 «Фінанси і кредит» (довідка від 23.10.2015 р.)

Особистий внесок автора. Дисертаційна робота є одноосібно виконаною науковою працею. Науково-практичні висновки та пропозиції, винесені на захист, отримані автором самостійно і є його науковим здобутком.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дисертаційного дослідження доповідалися та обговорювалися на наукових конференціях, зокрема на Міжнародних науково-практичних конференціях: «Економіка і управління: виклики та перспективи» (м. Дніпропетровськ, 2013 р.); Проблеми ринку та розвитку регіонів» (м. Дніпропетровськ, 2013 р.); «Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку» (м. Острог, 2014 р.); Фінансово-економічні та соціальні чинники розвитку міжнародних відносин» (м. Київ, 2014 р.) «Ефективна економіка та менеджмент: теорія та практика» (м. Дніпропетровськ, 2014 р.); Всеукраїнській

науково-практичній конференції «Фінансове забезпечення діяльності суб'єктів господарювання» (м. Кременчук, 2015 р.).

Публікації. Основні результати дослідження опубліковано в 11 наукових працях загальним обсягом 3,5 друк. арк., з них: 4 – у наукових фахових виданнях, 1 – у зарубіжному виданні, 6 – в інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, додатків, списку використаних джерел. Загальний обсяг роботи становить 209 сторінок. Робота містить 12 рисунків на 7 сторінках, 50 таблиць на 30 сторінках та 15 додатків на 82 сторінках. Список використаних джерел налічує 250 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У вступі розкрито актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано мету та завдання, об'єкт і предмет дослідження, визначено методи, наукову новизну, висвітлено практичне значення та апробацію одержаних результатів.

У розділі 1 «**Теоретико-методичні засади формування і використання позиченого капіталу підприємств»** досліджено теоретичні засади фінансування підприємства за рахунок позиченого капіталу; поглиблено дослідження сутності позиченого капіталу та його місця в системі фінансування підприємства, визначено концептуальні підходи до оцінки ефективності управління позиченим капіталом.

В ринкових умовах конкурентоспроможність підприємства і здатність досягти стратегічних цілей розвитку значною мірою обумовлюється його забезпеченістю фінансовими ресурсами. Узагальнення існуючих трактувань поняття «фінансування» вказало на існування двох ключових підходів до розкриття його сутності: згідно першого підходу воно ототожнюється із фінансовою діяльністю підприємства; за другим підходом фінансування пов'язане не тільки з формуванням капіталу, але і з фінансовим забезпеченням операційної та інвестиційної діяльності підприємства. У роботі розкрито складну, багатоаспектну природу фінансування підприємства з використанням понять «якість», «кількість», «сутність», «явище», «зміст». Доведено, що поняття якості відображає теоретичну модель фінансування підприємства, а поняття кількості – фактичні об'ємно-структурні параметри фінансових ресурсів. Взаємозв'язок між ними у тому, що теоретична модель фінансування є взірцем для його практичної реалізації та, водночас, обмеження, які виникають при формуванні діючої моделі фінансування підприємства, ведуть до коригування її ідеалу.

За організаційною ознакою фінансування підприємства є складною системою управлінських рішень, здійснюваних апаратом управління з дотриманням певних принципів. Ці рішення пов'язані з вибором джерел та форм мобілізації фінансових ресурсів, методів управління процесами їх залучення і використання. Реалізуючи фінансову політику, підприємство вибудовує власну модель фінансування (рис. 1).

За результатами розгляду джерел фінансування підприємства доведено, що головними формами використання підприємствами позиченого капіталу в Україні є банківські кредити та облігаційні позики. Використанню їх потенціалу, як джерела фінансування підприємств, перешкоджають макроекономічна нестабільність, висока вартість, нерозвиненість фінансової інфраструктури, недоліки правової бази. Аналогічні чинники обумовлюють слабкий розвиток в Україні також інших форм залучення позиченого капіталу.

Узагальнення наукових поглядів на трактування сутності позиченого капіталу, причин його виникнення та структуризації дало можливість сформулювати власну інтерпретацію поняття «позичений капітал» та вказати на його відмінності від позикового капіталу. Доведено, що в процесі залучення підприємством позикових ресурсів відбувається трансформація позикового капіталу (об'єкта купівлі-продажу на ринку капіталів) у позичений капітал конкретного суб'єкта господарювання. Мету використання позиченого капіталу слід розглядати як досягнення економічного чи соціального ефекту від виконання завдань програми діяльності підприємства.

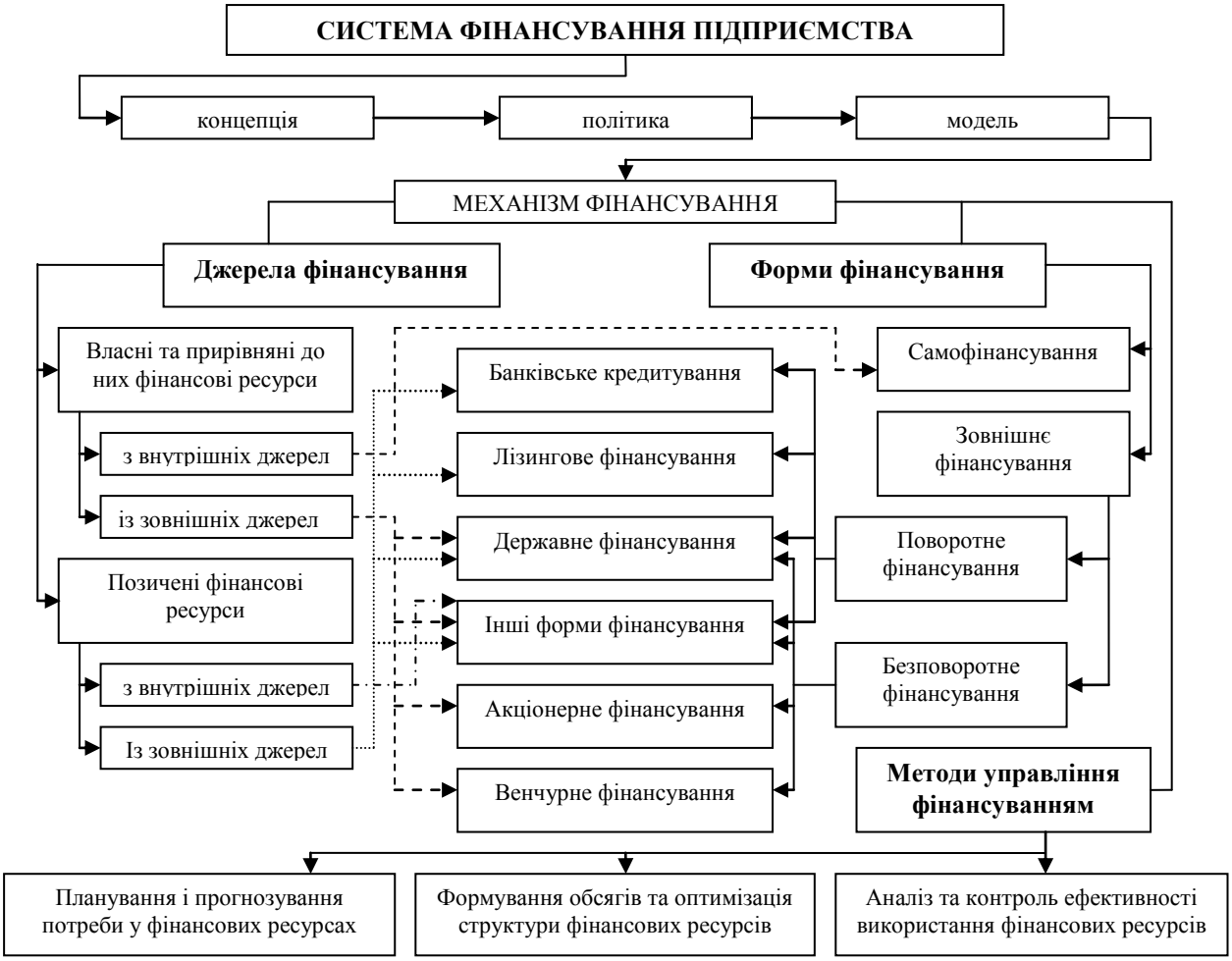

Рис. 1. ***Система фінансування підприємства та її складові елементи***
** складено автором*

Аналіз динаміки та структури позиченого капіталу вітчизняних нефінансових корпорацій підтвердив, що на процес формування капіталу підприємства впливають зовнішні та внутрішні чинники, а масштаби використання позичених ресурсів визначаються його розмірами і галузевою приналежністю. Проведений у роботі кореляційний аналіз виявив залежність між динамікою позиченого капіталу підприємств та низкою макроекономічних індикаторів, що дало змогу побудувати регресійну модель для прогнозування його обсягів на середньостроковий термін.

Аналіз показав, що не зважаючи на збереження доволі стійкої структури джерел фінансування нефінансових корпорацій в Україні, структура їх позиченого капіталу погіршується, у його складі підвищується роль поточних зобов'язань. З'ясовано, що високий рівень використання підприємствами позичених ресурсів

обумовлений більшою мірою ростом неплатежів, аніж розширенням масштабів економічної активності.

Узагальнення наукових підходів дало змогу сформулювати власне визначення дефініції «управління позиченим капіталом» та виділити головні напрями цього управління відповідно до функціонального підходу.

В межах розкриття питання оцінювання ефективності управління позиченим капіталом розкрито складну природу ефективності, яка виявляється у двох аспектах: результативності й економічності, а також сформульовано авторську позицію щодо розуміння змісту результативності як міри досягнення намічених результатів та економічності, як міри відповідності отриманих результатів їхнім оптимальним параметрам. З огляду на це, обґрунтовано доцільність оцінки ефективності управління позиченим капіталом підприємства за критеріями результативності та економічності.

Розроблено алгоритм оцінювання ефективності управління позиченим капіталом з виділенням його етапів: формулювання цілей оцінювання; вибір моделі оцінювання; визначення критеріїв оцінювання та розробка системи індикаторів ефективності; розрахунок коефіцієнтів, їх пояснення, узагальнення результатів і формулювання висновків, розробка пропозицій з підвищення ефективності управління позиченим капіталом. Також запропоновано розмежовувати показники ефективності управління позиченим капіталом на дві групи: показники ефективності формування капіталу та показники ефективності його використання, в рамках яких запропоновано виділяти підгрупи індикаторів результативності й економічності. Оцінювання ефективності формування капіталу доцільно проводити за підгрупами: показники руху позиченого капіталу; показники витрат на капітал; структурні показники. Ефективність використання позиченого капіталу запропоновано оцінювати за показниками його рентабельності, оборотності та ліквідності.

У розділі 2 **«Аналіз формування та використання позиченого капіталу підприємств»** проаналізована динаміка обсягів та структури позиченого капіталу підприємств, розкриті практичні аспекти його формування і використання. Оцінка показників проведена в цілому по сектору нефінансових корпорацій України, по галузі сільського, лісового і рибного господарства та вибірковій сукупності вітчизняних агрохолдингів, які займають вагомі позиції у галузі й характеризуються публічністю інформації про фінансово-господарську діяльність.

Результати аналізу формування позиченого капіталу вибірки агрохолдингів засвідчили, що його обсяги у розрізі компаній мали різноспрямовану динаміку (табл. 1), а місце у складі сукупних ресурсів визначається особливостями політики фінансування активів. Однак, оцінювання темпів щорічної зміни обсягів позиченого капіталу вказало на проведення компаніями консервативної політики фінансування і формування низькоризикової структури позиченого капіталу.

Аналіз показав, що навіть для провідних компаній характерна слабка диверсифікація джерел і форм мобілізації як довго-, так і короткострокового позиченого капіталу. Так, у 2014-2015 рр. питома вага банківських кредитів у структурі довгострокових зобов’язань трьох з п’яти компаній вибірки становила від 9/10 («Астарта») до майже 100% («Авангард»), тоді як інші компанії («Агротон» та «МХП») формували довгостроковий позичений капітал переважно за рахунок облігаційних позик (на 100,0% і на 3/4, відповідно). У структурі короткострокових зобов’язань досліджуваних компаній переважає кредиторська заборгованість, яка,

здебільшого, пов’язана із процесами обслуговування і погашення довгострокових зобов’язань, тоді як вклад торгівельних відносин у її зміну доволі низький.

Таблиця 1

Позичений капітал вибіркової сукупності агрохолдингів України у 2008-2015 рр. (станом на кінець року)*

Показники		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
«Авангард»									
Позичений капітал	млн. дол.	**900,82**	**483,59**	**332,81**	**366,32**	**411,13**	**371,82**	**392,44**	**390,99**
	% до сукупного капіталу	88,37	57,29	30,84	28,06	26,05	20,44	37,80	57,08
«Агротон»									
Позичений капітал	млн. дол.	**67,67**	**69,63**	**22,18**	**60,18**	**60,50**	**65,21**	**53,36**	**53,55**
	% до сукупного капіталу	80,66	55,24	15,37	33,43	32,33	35,04	54,45	59,05
«Мрія»									
Позичений капітал	млн. дол.	**58,66**	**86,23**	**167,09**	**457,45**	**582,03**	**909,48**	**887,89**	-
	% до сукупного капіталу	28,50	27,95	28,26	43,45	43,01	51,81	67,41	-
«Астарта»									
Позичений капітал	млн. євро	**116,08**	**112,91**	**143,59**	**263,42**	**310,59**	**322,48**	**286,30**	**243,81**
	% до сукупного капіталу	65,89	48,79	40,72	46,20	47,50	46,53	56,52	54,04
«Миронівський хлібопродукт»									
Позичений капітал	млн. дол.	**578,34**	**643,50**	**903,64**	**1018,55**	**1289,45**	**1518,87**	**1347,97**	**1397,75**
	% до сукупного капіталу	62,55	56,55	57,41	52,38	51,82	54,87	58,77	65,18

** складено автором на основі фінансової звітності підприємств*

Аналіз позиченого капіталу в цілому сектору нефінансових корпорацій у розрізі його форм засвідчив, що через нерозвиненість вітчизняного фінансового ринку банківські позики для більшості підприємств є безальтернативним джерелом фінансування. Втім, не зважаючи на стабільне зростання масштабів кредитування вітчизняних підприємств, його якісні параметри не поліпшуються. Спостерігається швидке зростання короткострокових зобов’язань за банківськими позиками, частка яких у структурі залучених кредитів нефінансових корпорацій у 2015 році склала 47,4%, а згідно зарубіжної методики може бути оцінена у 85-90% сукупних обсягів кредитування. У роботі доведено, що слабкий рівень довгострокового кредитування обумовлений: високим ризиком і вартістю позик; нестачею довгострокових пасивів банків; недостатньою кредитоспроможністю підприємств; проблемами гарантування повернення довготермінових кредитів. Натомість, досліджувані агрохолдинги у 2009-2015 рр. забезпечили формування доволі стійкої структури банківських кредитів з опорою на довгострокове залучення коштів. При цьому кредитування агрохолдингів переважно було пов’язане з їх інвестиційними потребами.

Результати аналізу ринку облігацій засвідчили, що в Україні облігаційні позики не відіграють помітної ролі у формуванні позиченого капіталу підприємств. Обсяг емісії облігацій підприємств на вітчизняному фондовому ринку в 2015 році становив 12,4 млрд. грн., що в 4,1 рази менше рівня 2012 року. В сучасних умовах емісію облігацій як спосіб мобілізації коштів для господарських потреб використовують переважно великі компанії, вони також активно залучають ресурси

за рахунок випуску єврооблігацій. Зокрема, три з п’яти компаній вибіркової сукупності в аналізованому періоді задіяли облігаційні позики для формування позиченого капіталу та активно використовують конверсію облігацій для подовження строків і поліпшення умов залучення коштів. Стосовно використання облігаційних позик в цілому по сектору вітчизняних нефінансових корпорацій, то для цієї практики звичними явищами є приховування емітентами інформації на фондовому ринку, ігнорування вимог щодо присвоєння випускам облігацій кредитного рейтингу, нецільове використання залучених коштів.

Проведене у роботі дослідження засвідчило існування зв’язку між обсягами та структурою залучення позикових коштів і рівнем фінансових ризиків. Обґрунтовано переваги нормативного методу оцінювання ризиків і розроблено шкалу значень коефіцієнта ризику залежно від ступеня відхилення фактичних параметрів позиченого капіталу від їх оптимального рівня: «низький ризик» (відхилення від нормативу в межах 25%), «високий ризик» (від 25% до 50%), «критичний ризик» (50-75%), «катастрофічний» ризик (відхилення більше, ніж на 75% від нормативу).

З’ясовано, що у нефінансових корпорацій та сукупності агрохолдингів темпи нарощування поточних зобов’язань у 1,5-2,0 рази перевищують темпи оновлення довгострокового позиченого капіталу. Різке зниження коефіцієнтів надходження позиченого капіталу засвідчило перехід з 2014 року до стриманої політики залучення нових позик. Розрахунок коефіцієнтів фінансової стійкості підтвердив зростання рівня фінансового ризику підприємств, продиктоване як нарощуванням зобов’язань, так і втратою вартості власного капіталу під впливом девальваційних процесів.

За результатами оцінки витрат на формування позиченого капіталу виявлено тісну залежність процентних ставок за позиками від макроекономічної ситуації в державі, валюти запозичення, рівня кредитного ризику. Розраховані індикатори засвідчили, що найвищий кредитний ризик і найбільша ставка витрат на позичений капітал були характерні для компанії «Агротон», а найнижчі – для «Авангарду» та «МХП». Примітно, що з метою зниження витрат на позичений капітал компанії вибіркової сукупності активно залучають ресурси на зарубіжних ринках. Це дає змогу уникнути так званого «країнного» ризику та знизити рівень сукупної надбавки за ризик при визначенні ставок процента за позиками. Компанії вибіркової сукупності у 2009-2015 рр. проводили доволі ефективну політику запозичень. Однак, має місце висока диференціація параметрів ставки витрат у розрізі окремих форм позиченого капіталу (у 2015 році в «Астарти», «Авангард» - у 2,5-2,7 рази, «МХП» - в 3,4 рази), а також в залежності від специфіки облікової політики підприємства. Для нейтралізації валютного ризику компанії вибіркової сукупності застосовують метод урівноваження вхідних та вихідних валютних потоків.

За підсумками аналізу ефективності використання позиченого капіталу в розрізі показників ліквідності, оборотності та рентабельності виявлено нестійкий рівень платоспроможності підприємств, недоліки в інвестуванні позичених коштів в активи та низьку результативність їх використання. Аналіз ліквідності вибіркової сукупності агрохолдингів, який свідчить про ефективність розміщення капіталу в активах, показав помітне підвищення збалансованості активів і пасивів у 2008-2012 рр., але в 2014-2015 рр. компанії значно погіршили стан ліквідності балансу. Для індикаторів ліквідності притаманний високий ступінь диференціації у розрізі років, що вказує на нестійкий характер платоспроможності обраних агрохолдингів.

Ефективність використання позиченого капіталу підприємства значною мірою залежить також від того, як швидко кошти, вкладені в його активи, перетворюються на реальні грошові поступлення. Проведений аналіз засвідчив зниження оборотності позиченого капіталу як сектору нефінансових корпорацій, так і компаній вибіркової сукупності, що підтвердила негативна динаміка відповідних показників. Компанії вибіркової сукупності агрохолдингів найвищих показників оборотності позиченого капіталу досягли у 2010-2011 рр., у наступні роки вони суттєво погіршились (в компаній «Астарта», «Мрія» та «МХП» – в 1,3-1,5 рази, в інших компаній – в 2,6-3,6 рази). Зниження оборотності кредиторської заборгованості виявилось ще вищим – в 1,6-3,0 рази для компаній «Астарта» та «МХП», в 6,6-6,8 рази – для інших компаній.

Динаміка показників рентабельності позиченого капіталу показала, що у 2008-2012 рр. компанії вибіркової сукупності забезпечили високі показники ефективності використання позичених ресурсів, але у 2013-2015 рр. вони різко знизились до негативних значень. Виявлено слабкий зв'язок між рентабельністю позиченого капіталу та витратами на його залучення. Для оцінювання впливу окремих чинників на рівень рентабельності позиченого капіталу розроблено багатофакторні аналітичні моделі, перша з яких вказує на залежність рентабельності позичених коштів від рівня оборотності активів, а друга – оцінює вплив ефективності використання власного капіталу на прибутковість зобов'язань:

$$P_{ПК} = \frac{ЧП}{ОР} \times \frac{ОР}{А} \times \frac{А}{ПК} = x \times y \times z \quad \text{та} \quad P_{ПК} = \frac{ЧП}{ОР} \times \frac{ОР}{ВК} \times \frac{ВК}{ПК} = x \times k \times m, \text{ де:}$$

x – коефіцієнт рентабельності продажу, y – рівень оборотності активів, z – коефіцієнт «ціни» ліквідації, k – коефіцієнт оборотності власного капіталу, m – коефіцієнт фінансової стабільності.

Проведена у роботі апробація цих моделей дала змогу виявити пріоритети в управлінні позиченим капіталом для усіх обраних для аналізу підприємств.

У розділі 3 «**Пріоритетні напрямки удосконалення управління позиченим капіталом підприємств»** розглянуто перспективи використання альтернативних інструментів формування позиченого капіталу підприємств, сформульовано пріоритети і окреслено підходи до удосконалення управління позиченим капіталом.

У роботі вказано на переваги нетрадиційних форм банківського кредитування (проектного фінансування, консорціумних кредитів та ін.) для підвищення його доступності й доведено, що їхнє поширення в Україні стримують низка перешкод: тривала процедура оформлення позики, складний документообіг, високі трансакційні витрати, відсутність належного правового забезпечення. З огляду на це, нові форми кредитування пропонує обмежене коло фінансових установ, а непублічність умов кредитування свідчить про їх переважно іміджевий характер.

Недостатньо представлені у вітчизняній практиці емісія кредитних деривативів, бридж- і мезонін-фінансування. Вказано на переваги залучення ресурсів шляхом емісії кредитних нот: широке коло потенційних кредиторів; ліберальні вимоги до розкриття інформації про емітента та його репутації як позичальника; можливість гнучкого управління запозиченнями за допомогою випуску додаткових траншів, необов'язковість підготовки проспекту емісії, наявності міжнародного кредитного рейтингу, проходження процедур лістингу та ін. Слабке використання кредитних нот для залучення позикових ресурсів пояснюється їх нижчою ліквідністю порівняно

з іншими фінансовими інструментами, волатильністю ставок проценту, слабким розвитком інфраструктури фінансового ринку, недоліками правового забезпечення.

Вказано на переваги мезонін-фінансування, а саме: довгостроковий характер залучення коштів; доступність для підприємств з низькою капіталізацією; можливості для вибору форми погашення заборгованості; збереження управлінської незалежності та ін. Слабкий розвиток мезонін-фінансування в Україні обумовлений нерозвиненістю фінансового ринку; несприятливим інвестиційним кліматом; недовірою вітчизняного суспільства до фінансових інститутів, слабким розвитком культури фінансового інвестування; високим рівнем вартості кредитних ресурсів.

Доведено, що вищезазначені форми позиченого капіталу переважно доступні великим компаніям зі стійким фінансовим станом і значними обсягами активів. Проаналізовано перспективи впровадження в Україні ECA-фінансування та LBO-фінансування, вказано на їх головні переваги: низькі витрати і довгостроковий характер залучення ресурсів; можливості використання для диверсифікації ризиків; ліберальні вимоги до розкриття інформації; використання фіксованих процентних ставок; наявність податкових переваг, пов’язаних з борговим фінансуванням та ін.

У дисертації розроблено модель системи підтримки прийняття рішень з оптимізації обсягів та структури позиченого капіталу підприємства за стандартом IDEF0 методу структурного моделювання SADT, а також розкрито її складові. Процес роботи системи підтримки прийняття рішень щодо оптимізації обсягів і структури позиченого капіталу підприємства розмежовано на три основні функції: аналіз використання позиченого капіталу, оптимізація обсягу позиченого капіталу, оптимізація структури позиченого капіталу (рис. 2). Обґрунтовано, що головним результатом її застосування є розробка моделі оптимізації об’ємно-структурних параметрів позиченого капіталу підприємства з урахуванням системи обмежень.

У роботі обґрунтовано, що управління структурою капіталу підприємства має забезпечити оптимальне співвідношення наявних обмежень за усіма компонентами капіталу для максимізації вартості підприємства. Ця мета може бути формалізована через побудову моделі управління кредитним (борговим) навантаженням, тобто моделі оптимізації обсягу і питомої ваги позиченого капіталу. Вказано на переваги використання полікритеріального підходу до оптимізації позиченого капіталу підприємства з використанням критеріїв, які дадуть змогу оптимізувати обсяг і внутрішню структуру позиченого капіталу. Для оптимізації співвідношення між власним та позиченим капіталом запропоновано задіяти індикатори кредитного ризику підприємства. За даними компанії «МХП» побудовано модель впливу кредитного ризику на коефіцієнт фінансового важеля, що дає можливість проектувати частку позичених ресурсів у структурі сукупного капіталу підприємства. Критерієм оптимізації структури позиченого капіталу запропоновано визначити вартість підприємства, доцільність чого підтвердила побудова регресійної моделі залежності вартості підприємства від об’ємно-структурних показників та витрат на залучення позиченого капіталу.

Враховуючи динамічний характер процесу формування позиченого капіталу підприємства та потребу розробки універсального інструментарію, який давав би змогу оцінити доцільність залучення коштів у кожному випадку, апробовано систему обмежень і нормативів процесу залучення позикових ресурсів для вибіркової

сукупності агрохолдингів та встановлено, що компанії «МХП» і «Астарта» у 2009-2015 рр. проводили найбільш послідовну політику формування позиченого капіталу.

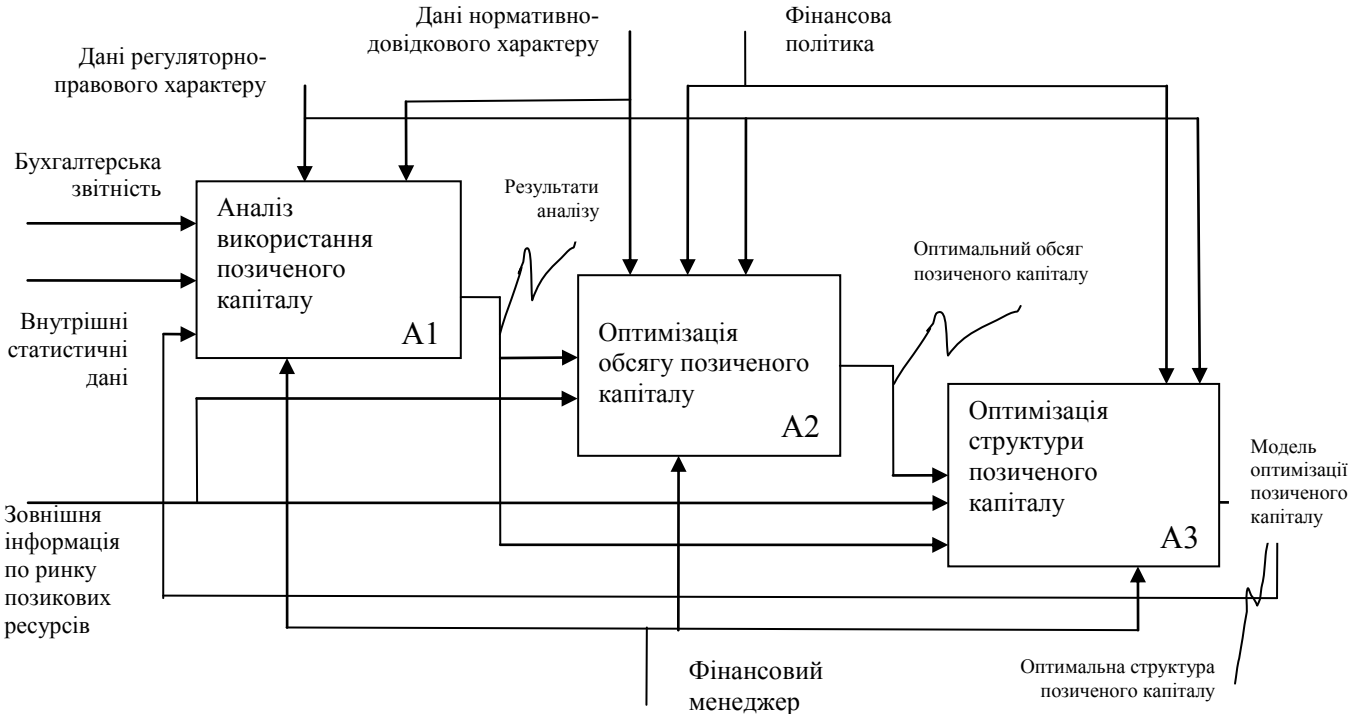

Рис. 2. ***Діаграма A0 – Основні функції системи підтримки прийняття рішень з оптимізації обсягів і структури позиченого капіталу підприємства****

** складено автором*

Поряд із нормативами, які дозволяють оцінити доцільність залучення позикових ресурсів через аналіз їхнього впливу на рівень фінансових ризиків і фінансовий стан позичальника, при формуванні позиченого капіталу підприємства важливо також враховувати особисті характеристики кредитора та пропоновані ним умови кредитування. Необхідність такого оцінювання пояснюється тим, що для позичальника важливо мінімізувати ризик невиконання або невчасного виконання кредитором взятих на себе зобов'язань, ймовірність недружного поглинання активів, оцінити можливості коригування умов кредитування та ін. Адже від цього напряму залежить ліквідність підприємства, ризик його технічного дефолту, що в підсумку, підвищує витрати на позичений капітал.

З цією метою у роботі розроблено методику оцінки надійності потенційного кредитора, базовану на бальному методі з розподілом критеріїв оцінювання на три групи: репутаційні (впізнаваність бренду, особиста репутація власників кредитора, кредитний рейтинг та ін.), організаційні (складність процедури залучення коштів, оперативність їхнього перерахування, застосування інноваційних технологій та форм кредитування, ін.) та економічні (конкурентність процентної ставки, трансакційних витрат, наявність можливості пом'якшити умови кредитування та ін.). Кожен із критеріїв запропоновано наділяти трьома варіантами оцінки (–1, 0, +1) залежно від ступеня виконання, а підсумкову оцінку кредитора інтерпретувати у таких варіантах: низький, нижче середнього, вище середнього та високий пріоритет вибору кредитора та привабливості умов кредитування.

Зважаючи на громіздкість системи показників оцінювання ефективності формування і використання позиченого капіталу підприємства, обґрунтовано доцільність впровадження комплексного показника ефективності. Доведено, що найбільш прийнятною методикою розрахунку цього індикатора є комплексна скорингова система з інтегральним значенням у 100 балів. Для цього розроблено двохетапний алгоритм розрахунку комплексного показника ефективності управління позиченим капіталом та власний підхід до інтерпретації його параметрів. Підсумковий показник запропоновано розраховувати таким чином:

$$E_{DM} = R_{DM} \times \omega_{R_{DM}} + EC_{DM} \times \omega_{EC_{DM}},$$

де: E_{DM} – комплексний показник ефективності управління позиченим капіталом, балів; R_{DM}, EC_{DM} – відповідно, комплексні показники результативності та економічності управління позиченим капіталом, $R_{DM} \in [0; 100]$, $EC_{DM} \in [0; 100]$; $\omega_{EC_{DM}}$, $\omega_{R_{DM}}$ – частки, відповідно, комплексних показників економічності та результативності управління позиченим капіталом ($\omega_{R_{DM}} = 0{,}2$, $\omega_{EC_{DM}} = 0{,}8$).

Результати оцінювання запропоновано інтерпретувати так: $E_{DM} < 60$ – низький рівень ефективності управління позиченим капіталом; $60 \leq E_{DM} \leq 80$ – середній рівень, а $80 \leq E_{DM} \leq 100$ – високий рівень ефективності управління.

Сфера застосування комплексного показника ефективності управління позиченим капіталом наступна: він може бути корисним як орієнтир для прийняття рішень з вдосконалення кадрового забезпечення управління фінансами підприємства; слугувати індикатором для формування ціни на кредитні ресурси для підприємства, адже комплексно характеризує результати управлінської діяльності із залучення і використання позиченого капіталу.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення важливого наукового завдання щодо вдосконалення практики фінансування підприємства за рахунок позиченого капіталу. Отримані результати дослідження дали підстави сформулювати такі висновки і пропозиції:

1. Дослідження категоріального апарату фінансів підприємств вказало на наявність двох ключових підходів до трактування сутності поняття «фінансування підприємства», які, разом з тим, пов’язують його із змістом фінансової діяльності суб’єкта господарювання. Узагальнення, аналіз та порівняння цих підходів дали підстави запропонувати власну дефініцію поняття «фінансування підприємств» із застосуванням комплексного і системного погляду на розкриття економічних явищ і процесів. З використанням базових філософських категорій «якість», «сутність», «явище», «зміст» охарактеризовано фінансування підприємства як багатоаспектне поняття фінансової науки, що може набувати різного матеріального вираження. За організаційною ознакою фінансування підприємства доцільно визначати як систему, яка об’єднує джерела та форми мобілізації фінансових ресурсів, методи управління їхнім залученням і використанням. Обґрунтовано, що з використанням цього інструментарію реалізується відповідна політика фінансування підприємства, яка засвідчує перехід від його теоретичної моделі до реальних об’ємно-структурних параметрів залучення і використання фінансових ресурсів підприємства.

2. Вивчення термінологічного апарату підтвердило, що трактування «позиченого капіталу» у фінансовій науці має дискусійний характер. У роботі наведено аргументи щодо доцільності чіткого розмежування сутності позикового та позиченого капіталу підприємства, сформульовано ключові ознаки останнього. Доведено, що позиковий капітал характеризує ту частину власних фінансових ресурсів суб'єкта господарювання, яка тимчасово не задіяна в господарській діяльності і може бути направлена ним на ринок капіталу для отримання додаткових доходів від інвестування. Натомість, позичений капітал характеризує частину фінансових ресурсів підприємства, які не є його власністю, але на умовах платності, строковості й поверненості використовуються ним у господарській діяльності; він засвідчує зобов'язання підприємства перед своїми кредиторами.

3. Використання позиченого капіталу генерує небезпечні фінансові ризики зниження фінансової стійкості, втрати платоспроможності підприємства, а тому розробка та реалізація ефективної політики управління позиченим капіталом є одним з головних завдань фінансового менеджменту. Сформульовано власну дефініцію поняття «управління позиченим капіталом» як підпорядкованої стратегічним цілям розвитку підприємства цілеспрямованої діяльності з визначення його потреби у позиченому капіталі, вибору найбільш ефективних форм позиченого капіталу, оптимізації його структури за критерієм впливу на вартість підприємства, забезпечення цільового і ефективного використання позиченого капіталу, а також виконання підприємством своїх зобов'язань. Доведено, що згідно з функціональним підходом управління позиченим капіталом здійснюється у розрізі інтегральних напрямів: по-перше, планування й формування позиченого капіталу; по-друге, оцінювання ефективності використання позиченого капіталу, контроль за своєчасністю обслуговування та погашення боргових зобов'язань.

4. Науково-емпіричний аналіз питань оцінювання ефективності управління позиченим капіталом засвідчив, що єдиний загальноприйнятий підхід до його проведення відсутній. Доведено, що явище ефективності має складну природу, що виявляється у таких аспектах: результативності як міри досягнення намічених результатів та економічності – як міри відповідності отриманих результатів їхнім оптимальним параметрам. На підставі цього сформульовано зміст оцінювання ефективності управління позиченим капіталом підприємства у розрізі обох аспектів.

Важливою передумовою об'єктивності оцінювання ефективності управління позиченим капіталом підприємства є побудова алгоритму його проведення, зокрема, вибір критеріїв оцінювання й розробка на їх основі системи індикаторів. Запропоновано індикатори ефективності управління позиченим капіталом розмежувати на дві групи: показники ефективності формування позиченого капіталу і показники ефективності його використання, в рамках яких виділяти підгрупи індикаторів результативності та економічності.

5. Детальний структурно-динамічний аналіз позиченого капіталу вітчизняних підприємств на прикладі вибіркової сукупності агрохолдингів засвідчив, що характерними ознаками політики його формування є слабка диверсифікація джерел і форм залучення як довгострокових, так і короткострокових ресурсів з опорою на певне джерело фінансування. Динаміка кредиторської заборгованості вибіркової сукупності агрохолдингів у досліджуваному періоді визначалася процесами обслуговування та погашення довгострокових зобов'язань, внесок комерційних

торгівельних відносин у її зміну був доволі низьким. При цьому підприємства вибіркової сукупності агрохолдингів майже не залучали ресурси на внутрішньому ринку, орієнтуючись на їхню мобілізацію на зовнішніх ринках капіталу. Завдяки цьому компанії вибірки забезпечили низькоризикову структуру банківських і облігаційних позик з опорою на довгострокове залучення коштів.

6. Результати дослідження процесів формування і використання позиченого капіталу вибіркової сукупності підприємств вказали на збереження деструктивних явищ в управлінні зобов'язаннями: зниження фінансової стійкості; наявність недоліків інвестування позиченого капіталу в активи; сповільнення оборотності позиченого капіталу; зниження результативності їх використання, ін. Показники руху позиченого капіталу цих підприємств засвідчили перехід до консервативної політики залучення нових зобов'язань з формуванням у 2014-2015 рр. негативних параметрів надходження довгострокового позиченого капіталу. Результати оцінки витрат на капітал засвідчили підвищення рівня фінансових ризиків діяльності компаній. Виявлено тісний зв'язок між рівнем кредитного ризику та показниками витрат на залучення ресурсів, а також високий рівень диференціації ставки витрат на капітал у розрізі окремих форм його залучення.

Оцінка ліквідності балансу та розрахунок базових і додаткових коефіцієнтів ліквідності вказали на погіршення платоспроможності підприємств вибіркової сукупності. Поряд з цим, під впливом деструктивних макроекономічних процесів спостерігалося різке зниження показників ефективності використання позиченого капіталу, а саме сповільнення його оборотності та зниження рентабельності з формуванням її негативних значень. Для оцінювання впливу окремих чинників на рівень рентабельності позиченого капіталу компаній розроблено багатофакторні аналітичні моделі, застосування яких дало змогу виявити пріоритети в управлінні позиченими ресурсами для усіх обраних для аналізу підприємств.

7. Слабкий розвиток інститутів фінансового сектору, домінування банківського кредитування як способу формування позиченого капіталу обумовлює потребу в пошуку і впровадженні нових форм кредитування. Не зважаючи на наявність переваг застосування інноваційних форм мобілізації позиченого капіталу та їх орієнтацію на врахування особливостей суб'єкта господарювання, їхнє активне поширення у вітчизняній практиці стримують: нерозвиненість фінансового ринку та його інфраструктури; відсутність належної правової бази; несприятливий інвестиційний клімат; високий рівень недовіри вітчизняного суспільства до фінансових інститутів, слабкий розвиток культури фінансового інвестування; загальний високий рівень вартості кредитних ресурсів та інші. Встановлено, що інноваційні форми позиченого капіталу доступні великим компаніям зі стійким фінансовим станом та значними обсягами активів, у зв'язку з чим наведено аргументи щодо доцільності активізації мікрокредитування та запропоновано перелік необхідних заходів.

8. Для підвищення ефективності управління позиченим капіталом підприємства у роботі розроблено модель системи підтримки прийняття рішень щодо оптимізації обсягів та структури позиченого капіталу за стандартом IDEF0 методу структурного моделювання SADT, а також розкрито її складові. Процес роботи системи підтримки прийняття рішень щодо оптимізації параметрів позиченого капіталу підприємства розмежовано на три основні функції: аналіз використання позиченого капіталу, оптимізація обсягу позиченого капіталу, оптимізація його структури. З

використанням даних вибіркової сукупності агрохолдингів та економіко-математичного моделювання побудовано багатофакторні регресійні моделі для оцінювання залежності рівня фінансового важеля та вартості компанії від набору індикаторів кредитного ризику фінансової стійкості підприємства, а також вказано на можливості їхнього застосування для процесів оптимізації позиченого капіталу.

9. Формування позиченого капіталу є динамічним процесом, а тому існує необхідність вироблення універсальної методики оцінки доцільності залучення коштів у кожному конкретному випадку. Вона має передбачати використання сукупності нормативних показників, які враховують ризики ліквідності, процентні, валютні, кредитні та операційні ризики, ризик втрати керованості бізнесом, та мають виконуватись після кожного випадку залучення компанією позикових коштів. Апробація цих нормативів дала можливість виділити агрохолдинги, які є найбільш проблемними щодо дотримання критеріїв ефективності формування позиченого капіталу з урахуванням його динамічного характеру. Оскільки при залученні коштів важливо враховувати особисті характеристики кредитора і пропоновані умови кредитування, у роботі розроблено методику оцінювання надійності потенційного кредитора та власний підхід до інтерпретації отриманих з її допомогою даних.

10. Зважаючи на недоліки використання громіздкої сукупності коефіцієнтів при оцінюванні ефективності управління позиченим капіталом підприємства, у роботі обґрунтовано необхідність розробки певної методики, яка би об’єднавши у певній пропорції окремі параметри, з достатнім рівнем ймовірності визначила загальний рівень ефективності управлінських рішень з формування чи використання позиченого капіталу. Аргументовано, що нею може стати комплексна скорингова система розрахунку інтегрального показника ефективності управління позиченим капіталом, у зв’язку з чим розроблено двохетапний алгоритм розрахунку цього показника і наведено власний підхід до інтерпретації його цифрових параметрів.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях:

1. Булавинець О. В. Теоретичні засади оцінювання ефективності управління позиченим капіталом підприємства / О. В. Булавинець // Світ фінансів. – 2013. – Випуск 3. – С. 159-166 (0,6 д.а.)

2. Булавинець О. В. Роль банківського кредиту у формуванні фінансових ресурсів вітчизняних нефінансових корпорацій / В. Романишин, О. Булавинець // Банківська справа. – 2014. – № 5–6. – С. 62-71 (0,6 д.а., особисто автором 0,4 д.а., проведено аналіз банківського кредиту в загальній структурі капіталу нефінансових корпорацій України та вказано на його переваги над іншими формами кредиту.)

3. Булавинець О.В. Ринок боргових зобов'язань як альтернативне джерело фінансування підприємств в Україні / В. О. Романишин, О. В. Булавинець // Фінанси України. – 2014. – № 11. – С. 116–124. (0,6 д.а, особисто автором 0,4 д.а., здійснено аналіз ринку боргових зобов’язань як альтернативного джерела фінансування підприємств в України)

4. Булавинець О. В. Інноваційні інструменти формування позиченого капіталу підприємств в Україні / В. О. Романишин, О. В. Булавинець // Інвестиції: практика та досвід. – 2015. – № 15. – С. 51-55 (0,6 д.а., особисто автором 0,3 д.а., вказано на

переваги та недоліки інвестиційного банківського кредитування, проектного фінансування, кредитних нот, бридж-фінансування й мезонінного фінансування)

У зарубіжному виданні:

5. Bulavynets A. Management of Loan Capital in Financing Structure of The Enterprise: Theoretical and Methodical Foundations [Електронний ресурс] / Bulavynets A. V. // Svishtov electronic journal «Dialog» (EBSCO, Google Scholar). – D. Tsenov Academy of Economics – Svishtov, Bulgaria, 2015, № 2 – Режим доступу: http://www.uni-svishtov.bg/dialog/title.asp?title=480 (0,6 д.а.)

В інших виданнях:

6. Булавинець О. В. Реалії управління позиковим капіталом підприємств в умовах фінансової кризи / О. В. Булавинець // Економіка і управління: виклики та перспективи: збірн. матер. Міжнар. наук.-практ. Інт.-конф. (4–5 лютого 2013 р., м. Дніпропетровськ). – Дніпропетровськ: «Герда», 2013. – С. 111-114 (0,2 д.а.)

7. Булавинець О. В. Актуальність питання залучення альтернативних джерел фінансування для малих та середніх підприємств / О. В. Булавинець // Проблеми ринку та розвитку регіонів країн СНД: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (7–8 червня 2013 р., м. Дніпропетровськ). – Дніпропетровськ: НО “Перспектива”, 2013. – С. 82-84 с. (0,2 д.а.)

8. Булавинець О. В. Визначення сутності поняття «позиченого капіталу» в економічній науці / О. В. Булавинець // Фінансова система країни: тенденції та перспективи розвитку: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (13–14 червня 2014 р., м. Острог). – Острог: НУ «Острозька академія», 2014. – С. 132-134 (0,2 д.а.)

9. Булавинець О. В. Політика управління позиченим капіталом – одне з основних завдань фінансового менеджменту підприємства / О. В. Булавинець // Фінансово-економічні та соціальні чинники розвитку міжнародних відносин: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (6–7 червня 2014 р., м. Київ). – К.: Київський економічний науковий центр, 2014. – С. 21-24 (0,2 д.а.)

10. Булавинець О. В. Переваги та недоліки емісії боргових зобов’язань як джерела фінансування підприємств / О. В. Булавинець // Ефективна економіка та менеджмент: теорія та практика: матер. Міжнар. наук.-практ. конф. (14–15 листопада 2014 р., м. Дніпропетровськ, Національний гірничий університет). – Дніпропетровськ: Видавничий дім «Гельветика», Ч1. – С. 41-44 (0,2 д.а.)

11. Булавинець О. В. Оцінка фінансових ризиків як передумова формування позиченого капіталу підприємств / О. В. Булавинець // Фінансове забезпечення діяльності суб’єктів господарювання: збірн. матер. ІІІ Всеукр. наук.-практ. конф. (19–21 лютого 2015 р., м. Кременчук). – Кременчук: КрНУ ім. М. Остроградського, 2015. – С. 14-16 (0,2 д.а.)

АНОТАЦІЯ

Булавинець О. В. Позичений капітал у фінансуванні підприємств в Україні. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2016.

У дисертації проведене комплексне дослідження теоретичних засад і практики фінансування підприємств за рахунок позиченого капіталу, запропоновано напрями їхнього удосконалення.

Розкрито сутність, джерела та ключові ознаки фінансування підприємства, вказано на місце у ньому позиченого капіталу. Поглиблено розуміння сутності позиченого капіталу підприємства та розкрито зміст, принципи та напрями політики управління ним.

У роботі проаналізовані об'ємно-структурні параметри позиченого капіталу підприємств на прикладі вибіркової сукупності агрохолдингів, оцінені витрати та ефективність його формування і використання. Розглянуті перспективи використання підприємствами інноваційних форм позиченого капіталу, підходи до удосконалення управління ним в контексті підвищення його ефективності та оптимізації структури.

*Ключові слова:*фінансування підприємства, позичений капітал, управління позиченим капіталом, ефективність управління, результативність, економічність, інноваційні форми кредитування, фінансовий ризик, структура капіталу.

АННОТАЦИЯ

Булавинец А. В. Заемный капитал в финансировании предприятий в Украине. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2016.

В диссертации проведено комплексное исследование теоретических основ и практики финансирования предприятий за счет заемного капитала, предложены направления их совершенствования.

Раскрыта сущность, источники и ключевые признаки финансирования предприятия, указано на место в нем заемного капитала. Обосновано, что по организационному признаку финансирование предприятия является сложной системой управленческих решений, связанных с выбором источников и форм мобилизации финансовых ресурсов, методов управления их привлечением и использованием. Углублено понимание сущности заемного капитала предприятия и указано на его отличия от ссудного капитала. Доказано, что в процессе привлечения предприятием заемных ресурсов происходит трансформация ссудного капитала (объекта купли-продажи на рынке капиталов) в заемный капитал конкретного предприятия. Предложена собственная трактовка дефиниции «политика управления заемным капиталом» и в соответствии с функциональным подходом выделены его ключевые направления. Установлено, что на процесс формирования капитала предприятия влияют факторы внешнего и внутреннего плана, а масштабы применения заемных ресурсов определяются его размерами и отраслевой принадлежностью.

Обоснованно двойственную природу эффективности, а также сформулировано содержание результативности управления заемным капиталом предприятия как меры достижения намеченных результатов и экономичности такого управления как степени соответствия полученных результатов их оптимальным параметрам. Разработан порядок оценивания эффективности управления заемным капиталом с разграничением показателей эффективности на две группы: показатели

эффективности формирования капитала и показатели эффективности его использования, с выделением подгрупп индикаторов результативности и экономичности.

Проанализированные практические аспекты формирования и использования заемного капитала предприятий на примере выборочной совокупности агрохолдингов указали на проведение компаниями консервативной политики финансирования, а также на ухудшение результатов использования заемного капитала.

Анализ процесса формирования заемного капитала указал, что даже для ведущих компаний характерна слабая диверсификация источников и форм мобилизации как долго-, так и краткосрочного заемного капитала. Выявлена тенденция к ухудшению структуры заемного капитала, а также тесная зависимость расходов на заемный капитал от макроэкономической ситуации в стране. Результаты анализа эффективности использования заемного капитала в разрезе показателей ликвидности, оборачиваемости и рентабельности указали на неустойчивый уровень платежеспособности предприятий, недостатки политики инвестирования заемных средств в активы и низкую эффективность их использования.

Рассмотрены перспективы использования предприятиями альтернативных форм заемного капитала (новых форм банковского кредитования, бридж- и мезонин-финансирования, ECA-финансирования, LBO-финансирования), проанализированы препятствия для их широкого внедрения в Украине. С использованием метода структурного моделирования SADT разработана модель системы поддержки принятия решений по оптимизации объемов и структуры заемного капитала предприятия, а также раскрыты ее составляющие. Обоснованы преимущества поликритериального подхода к оптимизации объемно-структурных параметров заемного капитала предприятия. Для оптимизации соотношения между собственным и заемным капиталом предложено задействовать индикаторы кредитного риска предприятия. Критерием оптимизации структуры заемного капитала предложено определить стоимость предприятия, целесообразность чего подтвердило построение регрессионной модели зависимости этого индикатора от объемно-структурных показателей и затрат на привлечение заемного капитала.

В рамках обоснования рекомендаций по совершенствованию управления заемным капиталом предприятия разработана методика оценки надежности потенциального кредитора, основанная на бальном методе с распределением критериев оценки на три группы: репутационные, организационные и экономические с расчетом интегрального индикатора надежности. Обосновано, что использование этой методики позволит более взвешенно подходить к выбору кредиторов при формировании заемного капитала, обезопасить предприятие от финансовых проблем, связанных с недобросовестным выполнением кредитором своих обязательств. Также указано на целесообразность внедрения комплексного показателя эффективности управления заемным капиталом предприятия и разработан соответствующий двухэтапный алгоритм его расчета, а также собственный подход к интерпретации параметров.

Ключевые слова: финансирование предприятия, заемный капитал, управление заемным капиталом, эффективность управления, результативность, экономичность, инновационные формы кредитования, финансовый риск, структура капитала.

ANNOTATION

Bulavynets O. – Loan capital in enterprise financing in Ukraine. – Manuscript.

Thesis for obtaining Candidate Degree in Economics by speciality 08.00.08. – Money, Finance and Credit.– SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman", Kyiv, 2016.

The thesis conducted a comprehensive study of theoretical principles and practice of business financing through loan capital, the directions of their improvement are proposed.

The essence, sources of funding and key features of the company are explained, given the place it loan capital. The nature of loan capital and the content of the principles and policies management are depth understand.

The thesis analyzed the body-structural parameters of loan capital in enterprise on the example of the sample of agricultural holdings, costs and effectiveness of its formation and use are estimated. Prospects enterprises of using innovative forms of loan capital and approaches to improving management in the context of increasing efficiency and optimization structures are reviewed.

Keywords: enterprise financing, loan capital, loan capital management, management efficiency, effectiveness, efficiency, innovative forms of credit, financial risk, capital structure.