

Конєва Т.А.

*к.е.н., доцент кафедри фінансів і кредиту,
Чорноморський національний університет імені Петра Могили*

Konieva Tetiana

Petro Mohyla Black Sea National University

Семененко Г.М.

*студентка,
Чорноморський національний університет імені Петра Могили*

Semenenko Hanna

Petro Mohyla Black Sea National University

ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ПЕРЕРОБНОЇ ГАЛУЗІ

FINANCING SOURCES OF ENTERPRISES IN PROCESSING INDUSTRY

Анотація. Статтю присвячено встановленню джерел фінансування, співвідношення їхнього обсягу в загальних пасивах та ролі у фінансовому забезпеченні діяльності підприємств переробної галузі. На основі фінансової звітності підприємств за 2014–2018 рр. визначено їхній рівень фінансової незалежності, структуру власного та позичкового капіталу, впроваджувану ними політику фінансування діяльності. Аналіз виявив переважно агресивний та суперагресивний види фінансового забезпечення активів компаній незалежно від частки власного капіталу в їхніх фінансових ресурсах. Установлено вартість використання чистих активів прибутковими фірмами через обсяг сплачуваних дивідендів, а також незначний рівень фінансових витрат завдяки поширеності товарної кредиторської заборгованості серед джерел фінансування досліджуваних суб'єктів господарювання.

Ключові слова: власний капітал, зобов'язання, кредиторська заборгованість, власний оборотний капітал, політика фінансування, дивіденди, фінансові витрати.

Постановка проблеми. Кожне підприємство, яке прагне зростання добробуту власників, має на меті зменшення середньозваженої вартості капіталу. Це один із вартісно-орієнтованих показників, який зумов-

люється обсягом та структурою фінансових ресурсів, а також ціною їх залучення.

Впливаючи так чи інакше на дані чинники, суб'єкт господарювання спроможний забезпечити власну інвестиційну привабливість, розширити обсяг фінансування та забезпечити подальший розвиток.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Ф. Модельяні та М. Міллер наполягали на відсутності залежності ринкової вартості компанії від структури її капіталу [1].

Р. Брейлі, С. Майєрс та А. Маркус зазначали, що залучення боргу підвищує вартість підприємства та добробут акціонерів, якщо враховувати можливість отримання податкової економії за рахунок витрат на обслуговування боргу. Разом із тим вони відокремлюють недоліки боргового фінансування, передусім можливість дефолту, банкрутства на підприємстві, у зв'язку з якими ринкова вартість фірми буде зменшена на теперішню вартість витрат, пов'язаних із такими труднощами [2].

Згідно з А. Дамодараном, максимізація вартості фірми ґрунтується на трьох рішеннях: інвестиційних, фінансових та рішеннях стосовно дивідендів. На його думку, фінансові рішення спрямовані на вибір такого фінансового міксу (боргу та власного капіталу), що

максимізує вартість здійснених інвестицій, а також узгодженість фінансування з природою активів, на які воно спрямоване [3].

Серед вітчизняних економістів проблемою управління фінансовими ресурсами підприємств та структурою капіталу займався В.О. Золотаренко [4], О.С. Богма, А.С. Павлова [5]. Обґрунтуванням сутності та важливості розроблення фінансової політики в сучасних економічних умовах провадження діяльності займаються такі економісти, як Т.М. Сторожук та Д.Є. Сторожук [6].

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Незважаючи на численні наукові доробки, однозначної відповіді на те, якою має бути структура фінансових ресурсів, що мінімізує середньозважену вартість капіталу, досі не існує. Правильне рішення залежить від багатьох екзогенних та ендогенних чинників, пов'язаних із конкретним суб'єктом господарювання.

Оптимізація складу пасивів можлива лише на основі аналізу динамічних рядів вибраних підприємств протягом минулих періодів. Виявлення впливу тієї чи іншої структури капіталу на його середньозважену вартість дасть змогу в перспективі встановити найбільш сприятливе значення.

Мета статті. Головною метою цієї роботи є встановлення джерел фінансування, співвідношення їхнього обсягу в загальних пасивах та ролі у фінансовому забезпеченні діяльності п'яти підприємств переробної галузі протягом 2014–2018 рр.

Виклад основного матеріалу. Пасиви будь-якого підприємства складаються із власного

капіталу, довгострокових та поточних зобов'язань, їх комбінація формує структуру капіталу та визначає політику фінансування діяльності. Для дослідження було вибрано п'ять підприємств – виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод: ПрАТ «Миргородський завод мінеральних вод» (далі – підприємство 1), ПрАТ «Моршинський завод мінеральних вод «Оскар»» (підприємство 2), ПрАТ «Оболонь» (підприємство 3), ПрАТ «Новомосковський завод мінводи» (підприємство 4), ПрАТ «Царичанський завод мінводи» (підприємство 5). На основі аналізу їхньої фінансової звітності за 2014–2018 рр. було виявлено такі тенденції.

Підприємство 1 протягом досліджуваного періоду характеризується високим рівнем автономності. Так, у 2018 р. власний капітал становив 91% усіх фінансових ресурсів (табл. 1).

Чисті активи підприємства майже повністю сформовані за рахунок нерозподіленого прибутку (у 2018 р. – 89%), і ця тенденція тримається протягом останніх п'яти років. Резервний капітал становить 15% від зареєстрованого, що цілком відповідає вимогам законодавства України щодо акціонерних товариств.

Незважаючи на прибутковість, підприємство протягом тривалого періоду не здійснювало дивідендної політики. Дивідендні виплати спостерігаються лише у 2013 та 2018 рр. У минулому році дивіденди було виплачено на суму 47 595 тис грн, що в 13 разів більше аналогічних видатків у 2013 р.

Суб'єкт господарювання незначним чином залежить від поточної заборгованості. Так, у 2018 р. вона становить 8,57% від пасивів. Найбільшу частку в поточній заборгованості має

Таблиця 1
Динаміка структури капіталу та політика фінансування підприємства 1 за 2014–2018 рр.

Роки	2014	2015	2016	2017	2018
ВК/П	86,66	95,08	92,13	73,08	91,43
ДЗ/П	0,06	-	-	-	-
ПЗ/П	13,28	4,92	7,87	26,92	8,57
НП/ВК	85,72	87,69	88,78	87,00	88,99
КЗ/ПЗ	97,26	84,11	76,52	92,83	68,64
(ВОК/ОА)*100	70,02	90,23	80,21	47,85	80,22
Політика фінансування	К	К	К	П	К

* ВК – власний капітал, П – пасиви, ДЗ – довгострокові зобов'язання, ПЗ – поточні зобов'язання, НП – нерозподілений прибуток, КЗ – кредиторська заборгованість, ВОК – власний оборотний капітал, ОА – оборотні активи, К – консервативна політика, П – помірна, А – агресивна, С – суперагресивна.

Джерело: складено та розраховано авторами на основі [7]

кредиторська заборгованість за товари роботи та послуги, яка має тенденцію до зменшення. Якщо у 2014 р. кредиторська генерувала поточні борги на 97%, то в 2018 р. – на 68,64%.

Наслідком позичкового капіталу для підприємства є генерування фінансових витрат, які певним чином свідчать про вартість його залучення. У даному разі фінансові витрати є незначними, у 2018 р. вони взагалі відсутні.

З огляду на систему фінансового забезпечення діяльності, підприємство реалізує переважно консервативну політику фінансування. У минулому році за коефіцієнта автономності 91% ВОК на 80% фінансує оборотні активи.

У структурі капіталу підприємства 2 аналогічно переважає власний капітал – 78% у 2018 р., хоча присутня динаміка скорочення його частки в пасивах через поступове зростання поточних зобов'язань – 22% (табл. 2).

Як і попереднє підприємство, підприємство 2 формує власний капітал переважно за рахунок нерозподіленого прибутку. Резервний капітал також дотримується нормативного значення. Окрім того, фірма реалізує дивідендну політику, але вона носить нестабільний характер. Протягом досліджуваного періоду дивіденди було сплачено лише у 2016–2017 рр.

Треба відзначити, що в 2016 р. поточні зобов'язання підприємства зросли на 336% порівняно з попереднім роком, у тому числі за рахунок внутрішньої заборгованості. Нині кредиторська заборгованість фірми становить 80,20% поточних боргів, і найбільшу частку в кредиторській заборгованості посідають зобов'язання за внутрішніми розрахунками – 54,56%.

Варто відзначити, що фірма практикує отримання невеликих позик, проте намагається їх виплачувати в найближчий термін. У 2017 та 2018 рр. підприємство залучало інші поточні зобов'язання, сума яких була разом погашена в 2018 р.

Політика фінансування підприємства 2 за досліджуваний період змінилася від консервативно-помірної до агресивної. Якщо в 2015 р. за рахунок ВОК підприємство фінансувало 82% оборотних активів, то вже у 2017 р. лише 2%. При цьому відбувається поступове нарощення необоротних активів. Якщо компанія збереже тенденції до зростання ВОК, вона має можливість перейти на більш фінансово стійку модель фінансового забезпечення діяльності – помірну політику.

Таблиця 2

Динаміка структури капіталу та політика фінансування підприємства 2 за 2014–2018 рр.

	2014	2015	2016	2017	2018
ВК/П	83,61	93,08	75,55	70,63	77,88
ДЗ/П	3,63	0,38	0,36	0,09	-
ПЗ/П	12,76	6,54	24,10	29,28	22,12
НП/ВК	81,97	85,10	84,95	84,57	97,24
КЗ/ПЗ	91,32	79,22	92,03	90,60	80,21
(ВОК/ОА)*100	49,67	82,08	26,95	2,37	37,36
Політика фінансування	П	К	А	А	А

Джерело: складено та розраховано авторами на основі [7]

Таблиця 3

Динаміка структури капіталу та політика фінансування підприємства 3 за 2014–2018 рр.

	2014	2015	2016	2017	2018
ВК/П	14,79	1,04	28,60	36,26	34,08
ДЗ/П	25,32	2,81	7,42	40,49	21,23
ПЗ/П	59,89	96,15	63,98	23,25	44,68
НП/ВК	85,03	-113,80	-15,96	-20,76	-35,84
КЗ/ПЗ	55,27	84,94	29,72	67,90	44,78
(ВОК/ОА)*100	-42,15	-108,15	-93,60	3,90	-146,86
Політика фінансування	С	С	С	А	С

Джерело: складено та розраховано авторами на основі [7]

На відміну від попередніх фірм підприємство 3 характеризується значним ступенем фінансової залежності (табл. 3).

Найскрутнішим у цьому плані роком для підприємства був 2015 р., коли частка власного капіталу в пасивах становила лише 1,04%, непокриті збитки перевищили власний капітал. До того ж фірма повністю була залежна від поточних зобов'язань, частка яких становила 96,15% від пасивів, і переважна частка в них належить кредиторській заборгованості – 85%.

Підприємство 3 за досліджуваний період несе значні збитки. Сума непокритих збитків за період 2014–2018 рр. збільшилися майже у 20 разів.

Для поліпшення фінансової ситуації підприємство почало більш активно використовувати довгострокові зобов'язання, частка яких у 2018 р. становила 21,23%. Довгострокові зобов'язання за відсутності власних ресурсів дають змогу профінансувати діяльність підприємства, не вимагаючи термінового повернення. До 2017 р. найбільш вагомою статтею в довгострокових боргах були банківські кредити, які становили 73,14% (у 2014 р. – 99,8%). У 2018 р. інші зобов'язання займають 20,65% від довгострокових боргів.

На відміну від попередніх компаній підприємство 3 активно залучає короткострокові банківські кредити, які в 2018 р. формують 52% поточних зобов'язань.

Підприємство 3 несе значні фінансові витрати, найбільша сума була нарахована в 2016 р., після якого відбувається поступове скорочення. Позитивним моментом генерування фінансових витрат є так звана податкова економія, яка полягає у тому, що витрати на обслуговування боргу зменшують оподатковувану базу і, як результат, зменшують суму податку на прибуток, але в даному разі така можливість залишається нереалізованою, оскільки підприємство є збитковим, тому не підлягає оподаткуванню.

Звичайно, що з 2015 р. підприємство припинило виплату дивідендів своїм акціонерам і до того ж у 2016 р. здійснило викуп власних акцій.

Компанія реалізує суперагресивну політику фінансування. Вона є фінансово залежною, має від'ємний ВОК, це означає, що всі оборотні активи, а також частина необоротних фінансуються за рахунок поточних зобов'язань. Це є дуже небезпечним. Позитивним моментом при цьому є те, що компанія диверсифікує фінансування за строком, джерелами та обсягами, що дещо зменшує ризик залежності від одного позичальника.

Підприємства 4 та 5 мають схожі тенденції: збитковість, зростання від'ємної величини чистих активів та ВОК і, як наслідок, суперагресивна політика фінансування (табл. 4, 5).

Таблиця 4
Динаміка структури капіталу та політика фінансування підприємства 4 за 2014–2018 рр.

	2014	2015	2016	2017	2018
ВК/П	6,47	4,68	-2,17	-15,03	-13,89
ДЗ/П	88,36	57,08	35,61	9,77	6,37
ПЗ/П	5,36	38,24	66,56	105,25	107,52
КЗ/ПЗ	97,26	99,62	71,97	84,66	99,97
(ВОК/ОА)*100	52,00	21,98	2,26	-116,53	-67,67
Політика фінансування	А	А	А	С	С

Джерело: складено та розраховано авторами на основі [7]

Таблиця 5
Динаміка структури капіталу та політика фінансування підприємства 5 за 2014–2018 рр.

	2014	2015	2016	2017	2018
ВК/П	3,61	-17,02	-39,26	-54,94	-68,62
ДЗ/П	61,07	87,94	77,34	81,78	89,25
ПЗ/П	35,32	29,08	61,92	73,15	79,37
КЗ/ПЗ	73,96	75,92	86,89	82,57	76,06
(ВОК/ОА)*100	-118,61	-103,04	-262,83	-384,92	-389,62
Політика фінансування	С	С	С	С	С

Джерело: складено та розраховано авторами на основі [7]

У 2016 р. сума непокритого збитку підприємства 4 перевищила власний капітал в 9,5 рази.

Від'ємний власний капітал означає, що абсолютно весь обсяг майна фінансується за рахунок запозичених коштів, переважно короткострокового характеру.

Загальна кредиторська заборгованість займає 99,97% поточної заборгованості на 2018 р., тому значних фінансових витрат не несе.

У 2018 р. сума непокритого збитку підприємства 5 перевищила власний капітал компанії в 2,2 рази. За від'ємних чистих активів підприємство активно використовує позиковий капітал й активно нарощує як поточні зобов'язання так і довгострокові зобов'язання. Останні, до речі, займають 89,25% пасивів у 2018 р., що є найбільшим значенням за досліджуваній період, і перевищили за абсолютним обсягом поточні зобов'язання. Підприємство користується двома джерелами коштів із довгострокових варіантів: довгострокові кредити банків, що становлять 30% від довгострокових зобов'язань, та інші довгострокові зобов'язання, що становлять 70% відповідно.

У 2018 р. поточні зобов'язання переважно складаються з комерційного кредиту – 50%. При цьому загальна сума кредиторської заборгованості в них становить 76,06%, окрім того, використовуються інші поточні зобов'язання, частка яких у поточних боргах у 2018 р. сягає 23,78%.

Підприємство протягом усього досліджуваного періоду несе фінансові витрати, що зумовлює вартість залучення позикового капіталу. З огляду на збитковість підприємства, виплати дивідендів не здійснюються.

Висновки і пропозиції. Незважаючи на один вид діяльності, проаналізовані п'ять виробників безалкогольних напоїв та мінеральних вод характеризуються різним фінансовим станом. Підприємства 1 та 2 мають високий рівень фінансової автономності, але при цьому мають різні підходи до фінансування активів. Перший завод майже повністю фінансує свою діяльність за рахунок власних коштів, із залучених джерел це лише кредиторська заборгованість. Така консервативна політика супроводжується низьким

рівнем ризику. При цьому підприємство не використовує ефект фінансового левериджу та унеможливорює зростання рентабельності власного капіталу за рахунок використання позикових фінансових ресурсів.

Підприємство 2 проводить агресивну політику фінансування, забезпечуючи оборотні активи переважно поточними зобов'язаннями. У даному разі компанія повинна підтримувати стабільний попит на продукцію, платіжну дисципліну, ліквідність для своєчасних розрахунків із кредиторами. Обидві фірми проводять дивідендну політику та несуть невеликі фінансові витрати.

Наступні три підприємства перебувають у нестабільному фінансовому становищі. Підприємство 3 характеризується високим ступенем фінансової залежності та активним використанням банківських кредитів, як короткострокових, так і довгострокових, що в результаті призводить до значних фінансових витрат, що дало б змогу здійснювати податкову економію за умови прибутковості підприємства. Підприємства 4 та 5 відзначаються від'ємними чистими активами в результаті збитковості.

Підприємства 3–5 за відсутності власних коштів для стабілізації фінансового стану намагаються залучити довгострокові зобов'язання, які іноді становлять до 89% від їхніх пасивів.

Але, незважаючи на це, дані компанії впроваджують суперагресивну політику, фінансуючи оборотні та частково необоротні активи за рахунок переважно короткострокової кредиторської заборгованості.

Проведений аналіз формує підґрунтя для подальшого дослідження впливу виявленої політики фінансування на середньозважену вартість капіталу даних компаній; наскільки консервативна політика є вигідною та чи є доречним упровадження агресивного виду фінансування на підприємствах вибраної галузі.

Література:

1. Modigliani F., Merton M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. 1958. Vol. 48. № 3. P. 261–297.
2. Brealey R., Myers S., Marcus A. Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill, 2017. 800 p.

3. Damodaran A. Applied Corporate Finance. Wiley, 2014. 656 p.
4. Золотаренко В.О. Функціонально-структурна модель управління структурою капіталу підприємства. *Управління розвитком*. 2011. № 1(98). С. 147–150.
5. Богма О.С., Павлова А.С. Особливості управління фінансовими ресурсами вітчизняних підприємств. *Вісник Запорізького національного університету*. 2012. № 1(13). С. 195–199.
6. Сторожук Т.М., Сторожук Д.Є. Фінансова політика підприємства в контексті його внутрішньогосподарської політики. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2011. № 1. С. 559–567.
7. Фінансова звітність підприємств. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent/search> (дата звернення: 29.08.2019).
2. Brealey R., Myers S., Marcus A. (2017). Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill.
3. Damodaran A. (2014). Applied Corporate Finance. Wiley.
4. Zolotarenko V.O. (2011). Funkcionaljno-struktorna modelj upravlinnja strukturoju kapitalu pidpryjemstva [Functional-structural model of managing the capital structure of the enterprise]. *Upravlinnja rozvytkom*, no. 1(98), pp. 147–150.
5. Boghma O.S., Pavlova A.S. (2012). Osoblyvosti upravlinnja finansovymy resursamy vitchyznyjnykh pidpryjemstv [Features of financial resources management of domestic enterprises]. *Visnyk Zaporizjkoqho nacionaljnogho universytetu*, no. 1(13), pp. 195–199.
6. Storozhuk T.M., Storozhuk D.Je. (2011). Finansova polityka pidpryjemstva v konteksti jogho vnutrishnjoghospodarsjkoji polityky [Financial policy of the enterprise in the context of its internal economic policy]. *Zbirnyk naukovykh pracj Nacionaljnogho universytetu derzhavnoji podatkovoji sluzhby Ukrainy*, no. 1, pp. 559–567.
7. Finansova zvitnistj pidpryjemstv. Available at: <https://smida.gov.ua/db/emitent/search> (accessed 29 August 2019).

References:

1. Modigliani F., Merton M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.

Аннотация. Стаття посвящена установлению источников финансирования, соотношения их объема в общих пассивах и роли в финансовом обеспечении деятельности предприятий перерабатывающей отрасли. На основании финансовой отчетности предприятий за 2014–2018 гг. определены их уровень финансовой независимости, структура собственного и заемного капитала, продвигаемая политика финансирования деятельности. Анализ выявил преимущественно агрессивный и суперагрессивный виды финансового обеспечения активов компаний независимо от доли собственного капитала в их финансовых ресурсах. Установлена стоимость использования чистых активов прибыльными фирмами через объем уплачиваемых дивидендов, а также незначительный уровень финансовых затрат благодаря пространности товарной кредиторской задолженности среди источников финансирования исследуемых субъектов хозяйствования.

Ключевые слова: собственный капитал, обязательства, кредиторская задолженность, собственный оборотный капитал, политика финансирования, дивиденды, финансовые расходы.

Summary. The article is devoted to the identification of sources of financing, the ratio of their volume in total capital and the role in the financial provision of the enterprises' activity in the processing industry. On the basis of the financial report of non-alcoholic beverage and mineral water producers in 2014–2018, their financial autonomy level, the structure of their own and loan capital and their financing policy were determined. The analysis found that three out of five companies are financially dependent on debt, the main reason of what are the increasing losses and the negative value of net assets. In contrast, independent enterprises, which part of equity is much more than 50% from financial resources, increase the volume of internal sources of finance at the expense of retained earnings, which is a major component of their net assets. By the way, these two companies also support the normative level of the reserve fund that must be more than 15% from registered capital according to Ukrainian legislation. At the same time, the surveyed companies introduce a predominantly aggressive and super-aggressive type of assets financing regardless of their capital structure. This type of financing is very dangerous because, in the case of negative equity, companies provide current and partially non-current assets by the short-term liabilities. This policy requires the stability of cash flows from the sale of products to maintain liquidity and compliance with payment discipline. It is also established that in order to stabilize financially, in the absence of their own sources of financing, enterprises try to attract long-term debts that do not require immediate repayment. In some cases they rich 90% from all financial resources on the company. The value of net assets' using by profitable companies was determined by the amount of dividends paid. The low level of financial expenses is explained by the prevalence of commodity accounts payable among the sources of financing of surveyed economic entities, which, additionally, taking into account the losses, prevents the effect of tax saving from the use of borrowed capital.

Keywords: equity, liabilities, accounts payable, working capital, financing policy, dividends, financial expenses.