

Л. В. Цуканова,

С. М. Грибкова,

кандидат технічних наук,

Донбаська державна машинобудівна академія, м. Краматорськ

ПРОБЛЕМИ ВИБОРУ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ ТА ЇХ ЗАСТОСУВАННЯ В ПРОМИСЛОВІСТІ УКРАЇНИ

Постановка проблеми. У сучасному світі різним підприємствам складно утримати свої конкурентні позиції не залучаючи будь-яких інновацій: різних заходів щодо удосконалення технологій, закупівлі нового обладнання, інвестиційних проектів та ін. Однак все це вимагає чималих фінансових витрат. Для цього підприємства звертаються до різних джерел фінансування, якими можуть служити як власні, так і позикові кошти. Але не всі підприємці правильно підходять до вирішення даного питання, унаслідок чого несуть величезні матеріальні втрати [1].

Дана тема є надзвичайно актуальною в сучасному світі, оскільки від правильного вибору джерела фінансування діяльності підприємства залежить ефективність його інвестиційної діяльності, а, отже, і подальший фінансовий успіх.

Тому завданнями дослідження є:

- пошук існуючих методичних підходів до вибору способів фінансування підприємств і їх аналіз;
- визначення основних критеріїв у виборі відповідних джерел;
- вивчення проблем застосування лізингу в Україні;
- розгляд досвіду зарубіжних країн у цій галузі.

У зв'язку з цим проаналізуємо існуючі методичні підходи до вибору способу фінансування діяльності підприємств.

Аналіз останніх досліджень. Вагомий внесок у розробку даної теми внесли такі вчені, як С. Майерс, Р. Брейлі, Ю. Бригхем, М. Ерхардт, Л. Гаспенські, І. Ніконова, Н. Рудик, В. Ковальов та інші [2].

Метою статті є пошук оптимальних способів фінансування для окремих підприємств.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Початок теоретико-методичних розробок припадає на середину ХХ ст., коли були опубліковані праці Ф. Модільяні і М. Міллера. Вони вважали, що вибір джерела фінансування не має ніякого значення для підприємства. Однак західні вчені, не погодившись з їх точкою зору, розробили свої підходи і створили різні методики. Ось деякі з них:

1. *Удосконалена модель Модільяні-Міллера.* У ній записано, що для зростання ринкової вартості підприємства слід вибирати боргові джерела фінансування. А з урахуванням податку на прибуток буде

знижено вплив на вартість капіталу підприємства та підвищено вплив на його ринкову оцінку.

2. *Методика Міллера.* Він навів два різноспрямованих критерія: вибір боргових джерел дозволить зменшити оподатковуваний прибуток, а часткове фінансування більш актуальне з точки зору прибуткового податку.

Недоліками цих двох моделей є:

– помилкове припущення про те, що залучення позикового капіталу можливе за однаковою безризиковою відсотковою ставкою як для інвестора, так і для підприємства;

– дані моделі розроблені для досконалого ринку, тому не враховуються прямі і непрямі витрати банкрутства, однак реалії більш суворі.

3. *Теорія компромісу левериджу.* У межах даної теорії підприємство, обираючи відповідне джерело фінансування, порівнює вигоду від залучення позикових коштів і втрати, які йому може принести банкрутство. Виходячи з цього, вибір в бік позикових коштів слід здійснювати доти, поки податкові вигоди не будуть переважувати витрати від фінансових труднощів.

4. *Теорія ієрархії С. Майерса,* згідно з якою фінанси у розвиток діяльності підприємства повинні надходити в суворій послідовності. У першу чергу, повинні бути задіяні внутрішні джерела, потім вдаватися до зовнішніх, а саме до боргового фінансування. Ну, і якщо потрібно (і є така можливість), то підключають часткове фінансування. Таким чином, дана теорія наполягає на створенні у підприємства фінансового резерву, щоб була можливість використовувати власні кошти.

5. *Модель Харріса-Равіва* говорить про те, що боргове фінансування можуть використовувати лише підприємства з високою ліквідаційною вартістю, так як боргове фінансування підвищує ефективність менеджменту, коли ліквідаційна вартість корпорацій перевищує її поточну ринкову вартість [3, с.34-35].

Як бачимо, дані методики наводять нам найрізноманітніші і різнобічні погляди, проте всі вони мають два суттєвих недоліки:

– важкість їх застосування у реальному житті, тому що в рамках однієї моделі неможливо охопити всі питання, фактори що цікавлять нас, а якщо

об'єднувати кілька моделей, то вийдуть дуже спотворені результати;

– всі вказані вище підходи орієнтовані на вибір боргових, пайових або внутрішніх джерел. Але ж, насправді, існує велика кількість різноманітних способів фінансування. І, з огляду на жорстку конкуренцію, фінансову нестабільність на світовому ринку і багато інших факторів, виникає потреба в застосуванні більш конкретних методик, щоб була можливість порівняти більш конкретні фінансові кошти і зробити правильний вибір.

Таким чином, основна проблема полягає у тому, що кожна з методик, в основному, враховує лише якийсь один критерій. А якщо розглядати всі можливі варіанти цих критеріїв або параметрів, то процес вибору оптимального джерела може затягнутися, що спричинить за собою негативні наслідки.

Тому виділимо основні критерії, що впливають на вибір фінансових коштів, і проаналізуємо їх:

1. *Вартість фінансового джерела.* Найпершим питанням, яке виникає у фінансовій служби при виборі джерела фінансування, є: «А у скільки воно обійдеться підприємству?». З усіх альтернатив вибирають найбільш бюджетний, щоб понести якомога менші витрати. Тому потрібно дуже уважно і грамотно розраховувати даний показник.

Існує безліч способів розрахунку вартості залученого джерела. При їх виборі слід взяти до уваги такі важливі показники, як відсоткова ставка, рівень інфляції, премії та інші. Однак не варто зупинятися тільки на одному цьому критерії, адже кілька фінансових джерел можуть мати приблизно однакову вартість, тому слід розглядати й інші.

2. *Доступність.* Цей критерій залежить від багатьох факторів, серед яких: розмір підприємства, його організаційно-правова структура, фінансове забезпечення, кредитна історія тощо. Головне визначитися з метою залучення коштів, необхідною сумою і оптимальним терміном. Якщо підприємство

хоче придбати нове обладнання або матеріали, то підійдуть і короткострокові позики в невеликому розмірі. А для довгострокової перспективи (наприклад, для реалізації інвестиційної діяльності), потрібні набагато більші вкладення.

3. *Ризик.* Це один з основних критеріїв, адже використання будь-якого джерела фінансування несе за собою певні ризики, і необхідно вибрати найменш ризикований. Це може бути ризик неплатоспроможності в разі банкрутства, відсотковий ризик або інфляційний в разі підвищення курсу інфляції та ін. Для визначення ризику існує спеціальна послуга – ризик-консалтинг.

4. *Оперативність.* Це найбільш гнучкий критерій, оскільки потрібно намагатися скоротити час для вибору певного джерела, що можна зробити за допомогою грамотно вибудованого алгоритму дій. Звичайно ж, цей алгоритм повинен враховувати поточну економічну ситуацію, мету і розмір залучених коштів [4, с.68].

Отже, керівництву підприємств слід намагатися враховувати всі ці критерії, щоб зробити правильний вибір фінансового інструменту для його економічної ефективності.

Багато підприємств прагнуть використовувати власні кошти для фінансування своєї діяльності, адже, як відомо, у цьому випадку вони не несуть ніякого ризику. Однак, з іншого боку, так вони позбавляються своїх резервів, які можуть стати у нагоді в разі фінансових труднощів. Ризики у підприємницькій діяльності є завжди, тому не варто категорично відмовлятися від позикового капіталу. Замість цього необхідно вміти правильно аналізувати економічну ситуацію і на підставі цього визначити оптимальну величину зовнішніх коштів і конкретне джерело, чим повинні займатися певні фінансові служби [5].

Що стосується України, то тут склалася ситуація, коли частка власного капіталу перевищує частку позикового. Це можна простежити в табл. 1.

Таблиця 1

Капітальні інвестиції за джерелами фінансування в Україні за 2015 р.

	Освоєно капітальних інвестицій, млн грн	Освоєно капітальних інвестицій, у % до загального об'єму
Всього	251154,3	100
у тому числі за рахунок		
коштів державного бюджету	6114,5	2,4
коштів місцевих бюджетів	12423,2	5
власних коштів підприємств та організацій	169257,9	67,4
кредити банків та інші позики	18299,5	7,3
кошти іноземних інвесторів	7834,8	3,1
коштів населення на житлове будівництво	30283,2	12
інших джерел фінансування	6941,2	2,8

Як бачимо, частка власних коштів підприємств становить 67,4%. Однак потреба українських підприємств в позикових коштах особливо зросла за 2015-2016 рр., що пояснюється складною економічною ситуацією в країні. Про це йдеться в аналітичному звіті Національного банку України (НБУ) [6].

Незважаючи на зростання потреби в позикових коштах, частка використання банківських кредитів зменшилася на 1,7 п. (до 35%) порівняно з попередніми роками.

Згідно з оцінками опитаних, головними факторами в небажанні брати банківські кредити стали більш жорсткі умови доступу до подібних засобів: на 0,5 п. до 68,8% збільшилася частка респондентів, які відзначають занадто високі відсоткові ставки по кредитах, які значно збільшилися протягом останніх п'яти років (рис. 1); значні коливання курсу гривні (39,3% відповідей, зростання на 4,5 п.) і наявність інших джерел фінансування (25,5% респондентів).

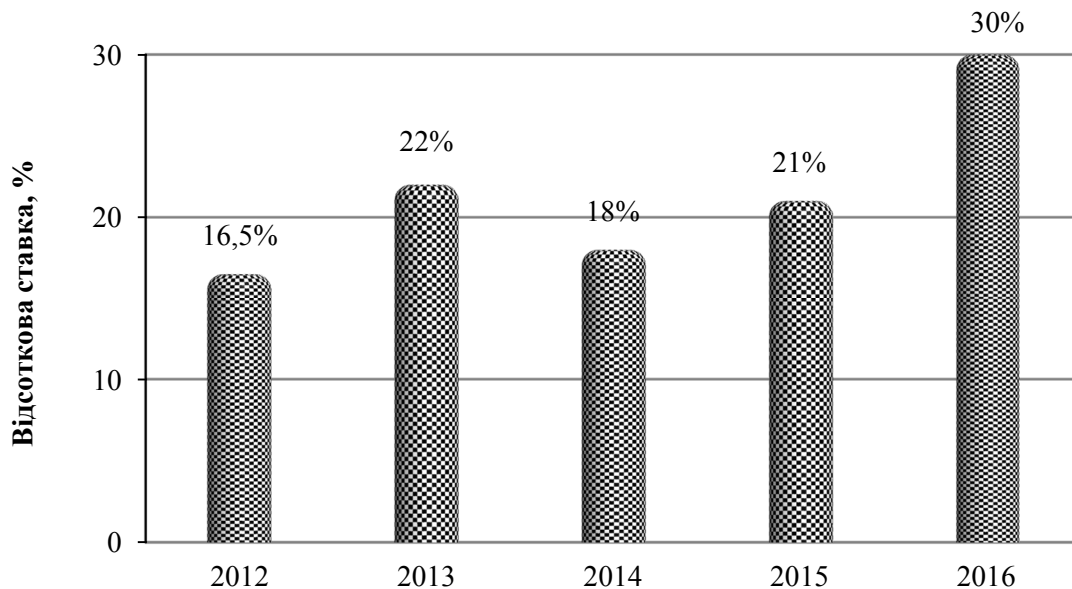


Рис. 1. Зміна відсоткової ставки кредитування в Україні за 2012-2016 рр.

За даними звіту, вже в I кварталі 2015 р зросла також частка респондентів, які планують отримати наступний кредит в гривні (до 88% порівняно з 86,5% в попередньому кварталі). Відсутність проблем з проведенням операцій з грошима, розміщеними на банківських рахунках, зазначив 81,1% респондентів [7].

Проаналізувавши ситуацію, що склалася, потрібно сказати, що нашій країні необхідно ліквідувати перепони на шляху до залучення позикового капіталу і забезпечити підприємствам оптимальні умови для вибору позикового капіталу як засобу фінансування своєї діяльності.

Також Україні слід набиратися досвіду у зарубіжжя. Що стосується фінансування діяльності, особливо інноваційної, то уряди багатьох країн приділяють цьому особливу увагу. Наприклад, в Швеції підприємствам надаються безвідсоткові позички, а в Австрії надається відстрочка сплати мит або звільнення від них на створення інновацій в області енергетики.

А найбільш популярним засобом фінансування в зарубіжних країнах є венчурний капітал – надання грошових ресурсів на безвідсотковій основі і з великим ризиком, без будь-яких гарантій. Такі країни, як

США, Великобританія, Нідерланди, Японія, Німеччина направляють венчурний капітал на інвестування нових, молодих підприємств, тим самим дають їм всі можливості для власного розвитку і цінного внеску в розвиток країни. Саме тому вони є світовими лідерами в експорті високотехнологічної продукції, чого не скажеш про Україну [8, с. 90].

За даними міжнародних експертів, економіка України знаходиться в рейтингу п'яти найбільш «нещасних» економік світу. У зв'язку з цим спостерігаємо кризовий стан у всіх галузях виробництва, у тому числі і промисловості. Як було вже раніше зазначено, вітчизняні підприємства в основному використовують власні кошти для фінансування своєї діяльності, не беручи до уваги досвід більш розвинених країн і не даючи можливості розвитку сучасних фінансових джерел.

Одним з таких джерел є лізинг. З його допомогою фінансується третина приватних інвестицій розвинених країн і майже восьма частина в світі. У США, наприклад, в лізингу знаходиться 45% виробничого устаткування, а в Японії – 33%.

Звичайно, зараз в Україні зареєстровано близько 250 господарських суб'єктів, що надають послуги з фінансового лізингу, однак цей факт не дає

нам підстави говорити про успішний розвиток даного фінансового інструменту. І справа тут полягає не тільки в бажанні підприємців вибирати вже звичні джерела, а й в тому, яким ризикам піддаються промислові підприємства, вибираючи лізинг. Розглянемо деякі з цих ризиків:

- 1) ризик лізингових компаній не знайти орендаря на наявне обладнання;
- 2) на ринку можуть з'явитися вдосконалені аналоги об'єкта угоди, що стане причиною заміни застарілого обладнання та укладення контракту за формою поновлюваного лізингу;
- 3) може змінитися ціна лізингової угоди, що призведе до ризику потенціальної втрати прибутку;
- 4) ризик фінансових втрат у разі, коли лізингоодержувач нездатний покрити свої зобов'язання;
- 5) небезпека підвищення відсоткових ставок, за якими лізингова компанія виплачує банківський кредит;
- 6) ризик можливих втрат в результаті зміни валютних курсів [9, с. 45].

Що стосується лізингоодержувачів, то вони також несуть ризики, серед яких:

- 1) предмет лізингу може збільшити свою вартість від 30 до 60%, якщо врахувати накладні витрати, страхівку тощо;
- 2) через нечіткість правового регулювання багато підприємств не використовують даний джерело фінансування, хоча знають про його переваги.

Перелічимо основні протиріччя в Законі «Про лізинг»:

- в даному законі трактують лізинг як підприємницьку діяльність, що призводить до протиріччя в законодавстві, що регулює різні аспекти підприємницької діяльності та лізингу як її виду;

- законодавче визначення обмежує коло учасників лізингу, викресливши фізичні особи та некомерційні організації;

- з урахуванням неповної класифікації лізингу, по-різному трактуються права і обов'язки учасників операції;

- нечітке регламентування договору. Наприклад, в одній статті терміни цього договору обумовлюються сторонами, а в іншій статті це вже заборонено;

- у статті «Ризик випадкового знищення або випадкового пошкодження об'єкта лізингу і його страхування» не обумовлена відповідальність за псування об'єкта, питання ризиків і страхування;

3) відсутність чіткого уявлення про економічну ефективність лізингу;

4) ну і, звичайно ж, проблемою лізингоодержувача завжди буде отримання можливості використання необхідного для виробничої діяльності майна [10].

Але, незважаючи на всі ці ризики, лізинг – найбільш ефективний і перспективний фінансовий ін-

струмент, здатний розвинути в Україні інвестиційний бізнес і підняти країну на новий економічний рівень, і при виборі оптимального фінансування діяльності підприємствам України не варто відкидати даний інструмент. Але це, звичайно, все можливо тільки за умови ефективної зміни законодавства.

На основі всіх вищезгаданих методик і критеріїв, можна скласти алгоритм вибору оптимального джерела фінансування.

1. У першу чергу, керівництву підприємства необхідно визначити потрібну кількість фінансових ресурсів, що забезпечить правильність подальших дій.

2. Вибір джерела фінансування на основі аналізу критерію його доступності та специфіки. Тобто підприємцю необхідно оцінити специфіку діяльності свого підприємства, оцінити поточну економічну ситуацію в країні і розглянути всі можливі варіанти фінансових інструментів. Якщо ж вибір зупиниться на кількох джерелах, то потрібно зіставити їх, провести комплексний аналіз, враховуючи деякі фактори, такі як ліміт доступних джерел, їх специфіка та ін.

3. Вибір оптимальних фінансових інструментів на основі різних критеріїв, серед яких може бути фінансова стійкість, ризик банкрутства, вартість капіталу та інші. Слід зазначити, що кожне підприємство визначає свій критерій на основі суб'єктивних переваг [11].

Таким чином, питання вибору відповідного джерела фінансування є досить проблемним, і до нього потрібен особливий підхід. Запорука успішної фінансової діяльності підприємства, його стабільності, успішності, високої конкурентоспроможності полягає в якісному використанні будь-якого фінансового інструменту, який слід підбирати на підставі певних методик і критеріїв.

Висновки. У роботі було розглянуто найпоширеніші теорії та методики обрання джерел фінансування інновацій промисловими підприємствами, виділено переваги та недоліки кожної з них. Описано критерії, які необхідно враховувати при обранні джерел фінансування, а саме: їх вартість, доступність, ризики, та оперативність.

Розглянуто ситуацію, яка склалася в Україні з питання структури капіталу. Виявлено, що майже 2/3 – це власний капітал, при тому що потреба в запозиченому капіталі в останні два роки значно зросла. Але такі фактори як занадто висока відсоткова ставка та коливання курсу гривні відштовхують потенційних позичальників.

Розглянуто досвід зарубіжних країн у питанні обрання джерел запозиченого капіталу. Виявлено, що дуже популярним джерелом є венчурний капітал – надання грошових ресурсів на безвідсотковій основі і з великим ризиком, без будь-яких гарантій. Що для України поки що невластиве.

Лізинг є найбільш сучасним джерелом фінансових ресурсів, яке все ж має свої ризики для обох сторін, як для лізингодавця, так і для лізингодержувача. І значною мірою це викликано недоліками законодавства України в питанні регулювання лізингу.

Запропоновано алгоритм вибору оптимального джерела фінансування з урахуванням всіх вищеведених критеріїв та ризиків.

Література

1. **Ушеренко С.В.** Вибір джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємства (на прикладі ПАТ «Фармак») / С.В. Ушеренко, Д.Д. Черненко // Часопис економічних реформ: СНУ ім. В. Даля.– №2(18). – 2015. – С. 91-98.
2. **Сас Н.М.** Механізм регулювання інвестиційних процесів в національній економіці: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.03 – економіка та управління національним господарством. – Краматорськ: ДДМА, 2016. – 20 с.
3. **Modigliani F.** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. 1958. – 261 p.
4. **Modigliani F.** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review. 1963. – 433 p.
5. **Мартиненко В.П.** Фінансовий менеджмент : підручник / В.П. Мартиненко, Н.І. Климаш, К.В. Багацька, І.В. Дем'яненко [та ін.]; за заг. ред. Т.А. Говорушко. – Львів «Магнолія 2006», 2014. – 344 с.
6. **Форум** України и России – политика и экономика [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.forum-ukraina.net>.
7. **Международная финансовая лига** [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finliga.com>.
8. **Никонова И.А.** Финансирование бизнеса / И.А. Никонова. – М.: АльпинаПаблицер, 2012. – 197 с.
9. **Бланк И.А.** Управление формированием капитала / И.А. Бланк. – 2-е изд., стер. – М.: Омега-Л, 2012. – 512 с.
10. Про внесення змін до Закону України "Про лізинг": Закон України від 11.12.2003 р. № 1381-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1381-15>.
11. **Шелудько В.М.** Фінансовий менеджмент : підручник / В.М. Шелудько. – 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2013. – 375 с.

Цуканова Л. В., Грибкова С. М. Проблеми вибору джерел фінансування та їх застосування в промисловості України

В роботі розглянуто методики обрання джерел фінансування інновацій промисловими підприєм-

ствами, їх переваги та недоліки. Описано критерії обрання джерел фінансування. Розглянуто структуру капіталу в Україні. Виявлено, що лізинг є найбільш сучасним джерелом фінансових ресурсів. Однак мають місце значні недоліки законодавства України в питанні регулювання лізингу. Запропоновано алгоритм вибору оптимального джерела фінансування з урахуванням всіх можливих критеріїв та ризиків.

Ключові слова: джерела фінансування інновацій, структура капіталу, венчурний капітал, лізинг, ризики, алгоритм обрання джерела фінансування.

Цуканова Л. В., Грибкова С. Н. Проблемы выбора источников финансирования и их применение в промышленности Украины

В работе рассмотрены методики выбора источников финансирования инноваций промышленными предприятиями, их преимущества и недостатки. Описаны критерии выбора источников финансирования. Рассмотрена структура капитала в Украине. Выведено, что лизинг является наиболее современным источником финансовых ресурсов. Однако имеют место значительные недостатки законодательства Украины в вопросе регулирования лизинга. Предложен алгоритм выбора оптимального источника финансирования с учетом всех возможных критериев и рисков.

Ключевые слова: источники финансирования инноваций, структура капитала, венчурный капитал, лизинг, риски, алгоритм выбора источников финансирования.

Tsukanova L., Grybkova S. Problems of choice sources of funding and their application in industry of Ukraine

In the article are procedures for the selection of sources of financing innovation industrial enterprises, their advantages and disadvantages were discussed. The criteria for the selection of sources of financing were described. The structure of the capital in Ukraine was considered. It was revealed that leasing is the most advanced source of financial resources. However, there are significant shortcomings in Ukrainian legislation regulating the issue of the lease. Algorithm for selecting optimal source of funding has been proposed taking into account all possible criteria and risks.

Keywords: sources of innovation financing, capital structure, venture capital, leasing, risk, algorithm of choice funding sources.

Стаття надійшла до редакції 12.09.2016

Прийнято до друку 21.09.2016