

УДК 658.148

Конєва Т.А.*кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів і кредиту
Чорноморського національного університету
імені Петра Могили*

ЗНИЖЕННЯ ВИТРАТ НА ЗАЛУЧЕННЯ ПОЗИЧКОВИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ

Стаття присвячена проблемі зниження вартості залучення позичкового капіталу в умовах, коли фінансові ресурси вітчизняних підприємств на 75,5% сформовані за рахунок зобов'язань. Серед основних напрямів скорочення витрат розглянута можливість отримання податкової економії, орієнтація підприємств на формування фінансових ресурсів за рахунок кредиторської заборгованості, об'єднання підприємств у холдинги. Водночас виявлено від'ємну величину диференціалу фінансового левериджу, агресивну політику фінансування, що характеризує діяльність вітчизняних підприємств на сучасному етапі і негативним чином може позначитися на їхній фінансовій рівновазі та вартості бізнесу.

Ключові слова: фінансові ресурси, чисті активи, позичковий капітал, витрати, податкова економія, кредиторська заборгованість, холдинг, ефект фінансового левериджу.

Конєва Т.А. СНИЖЕНИЕ РАСХОДОВ НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ ЗАЕМНЫХ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ

Статья посвящена проблеме снижения стоимости привлечения заемного капитала в условиях, когда финансовые ресурсы отечественных предприятий на 75,5% сформированы за счет обязательств. Среди основных направлений сокращения расходов рассмотрены возможность получения налоговой экономии, ориентация предприятий на формирование финансовых ресурсов за счет кредиторской задолженности, объединения предприятий в холдинги. Вместе с этим выявлены отрицательная величина дифференциала финансового левериджа, агрессивная политика финансирования, что характеризует деятельность отечественных предприятий на данном этапе и негативным образом может отразиться на их финансовом равновесии и стоимости бизнеса.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, чистые активы, заемный капитал, расходы, налоговая экономия, кредиторская задолженность, холдинг, эффект финансового левериджа.

Konieva T.A. REDUCTION OF EXPENSES FOR ATTRACTION OF BORROWED FINANCIAL RESOURCES

The article is devoted to the problem of reducing the costs for attraction of borrowed capital in a situation, when financial resources of domestic enterprises for 75,5% are formed from liabilities. Among the main directions of costs' reduction are considered the possibility of tax savings, the formation of financial resources of enterprises with the help of accounts payable, the merger of enterprises in holdings. Additionally with this, the negative differential of the financial leverage, the aggressive financing policy were revealed, which characterize the activity of domestic enterprises at this stage and can negatively reflect on their financial equilibrium and value of their business.

Key words: financial resources, net assets, borrowed capital, expenses, tax savings, accounts payable, holding, financial leverage effect.

Постановка проблеми. Ситуація, коли лише 24,5% фінансових ресурсів вітчизняних підприємств сформовано за рахунок власного капіталу, об'єктивно підвищує значення зобов'язань у фінансуванні їхньої операційної та інвестиційної діяльності. Тому питання зменшення вартості залучення позичкових коштів, враховуючи невисокий рівень прибутковості суб'єктів господарювання України, набуває для них особливої актуальності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Наявні наукові концепції по-різному розглядають роль позичкового капіталу. У межах концепції субординації джерел фінансових ресурсів Г. Дональдсон зазначає, що позичковий капітал, зокрема банківські кредити та боргові цінні папери, може бути залучений підприємством лише за умови вичерпності внутрішніх джерел.

Традиційно визначається U-зв'язок між відношенням боргу до чистих активів і показником середньозваженої вартості капіталу, який має бути мінімізований. Теорія статичного компромісу переконує, що збільшення плеча фінансового левериджу може привести до зростання фінансового ризику та падіння ринкової вартості підприємства.

Згідно з підходом Модільяні-Міллера, вартість фірми не залежить від структури її фінансових ресурсів. Залучення боргів лише впливає на вартість власного капіталу такого підприємства, яка буде вищою за вартість чистих активів фінансово незалежної фірми. Водночас у разі використання боргів

підприємство спроможне оптимізувати свої податкові платежі.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. У більшості досліджень науковці концентруються на проблемах визначення вартості власного капіталу підприємства та розроблення шляхів її зниження. Хоча β -коефіцієнт, який покладається в основу формули вартості чистих активів, зумовлює рівень операційного та фінансового ризику, ризику дефолту підприємства, що можуть бути спровоковані залученням позичкового капіталу та незадовільною структурою фінансових ресурсів.

У зв'язку з цим визначення напрямів зниження вартості зобов'язань, що формує підприємство, є запорукою ефективності фінансового забезпечення поточної та інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання.

Мета статті полягає в тому, щоб на основі дослідження динаміки та структури позичкового капіталу вітчизняних підприємств, практики їх функціонування, законодавчих передумов виявити шляхи зменшення вартості боргових фінансових ресурсів.

Виклад основного матеріалу. Згідно з вітчизняною законодавчою базою позичкові фінансові ресурси підприємства представлено у формі 1 Баланс (Звіт про фінансовий стан) за такими розділами, як довгострокові та поточні зобов'язання і забезпечення; зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття [1]. За своїм характером, структурою, вартістю, джере-

лом формування цієї статті пасиву є досить різноманітними формами позичкового капіталу.

Зміна обсягів та структури зобов'язань; витрати, пов'язані з їх залученням та сплатою відсотків за їх використання, відносяться до фінансової діяльності підприємства. Винятком у цьому разі є збільшення/зменшення кредиторської заборгованості за товари, роботи, послуги, з оплати праці, за бюджетом тощо. Оскільки зазначені позиції безпосередньо пов'язані з виробництвом та реалізацією продукції, то зміну таких зобов'язань відносять до операційної діяльності підприємства.

Зазвичай необхідність кредитування виникає через сезонність бізнесу, тривалий операційний цикл, особливості впроваджуваної кредитної політики клієнтів, що, в свою чергу, спричиняє нестабільність грошових надходжень на підприємство. Впровадження нових технологій, оновлення основних засобів, розширення діяльності суб'єкта господарювання практично неможливі за рахунок винятково власних коштів (прибутку, амортизаційного фонду). Тому фінансування розвитку підприємства забезпечується довгостроковим банківським кредитуванням, операціями лізингу, франчайзингу.

За всіх інших рівних умов позичковому капіталу надається перевага ще у зв'язку з тим, що таке фінансування не передбачає втрати контролю над управлінням підприємством, прямого втручання у його справи; може сприяти диверсифікації власників капіталу (кредиторів).

Окрім того, використання боргових фінансових ресурсів приносить реальну економічну вигоду. Розглянемо цей момент детальніше. Відсотки за кредит, інші виплати, пов'язані з його залученням та використанням, є фінансовими витратами для підприємства, що зменшує оподатковуваний прибуток. Таким чином, якщо підприємство отримало банківський кредит під 16,2% річних [2], то реальна вартість залученого капіталу завдяки податковій економії становитиме 13,284% річних¹. Аналогічним чином розрахована реальна вартість кредиту для підприємств сфери матеріального виробництва України подана у табл. 1.

Треба зазначити, що під час залучення позичкового капіталу можливість податкової економії не поширюється для підприємств (підприємців) на спрощеній системі оподаткування. У межах 1-ї і 2-ї групи спрощеної системи єдиний податок становить певний відсоток від мінімальної зарплати; в межах-ї групи – відсоток від доходу, в межах 4-ї групи єдиний податок залежить від типу та грошової оцінки земельної ділянки. Таким чином, витратам, зокрема фінансовим – на відсотки за кредит, не має місця в межах такої системи оподаткування.

Інша перевага формування боргового капіталу полягає в ефекті фінансового левериджу. За однакового рівня прибутку та валюти балансу згідно з ефектом фінансового левериджу рентабельність чистих активів буде тим вищою, чим вища частка позичкового капіталу в пасивах суб'єкта господарювання. Ефект фінансового левериджу, порахований на основі даних функціонування вітчизняних підприємств, наведений у табл. 2.

За вітчизняною статистикою, лише у галузі торгівлі можливий ефект фінансового левериджу, оскільки валова рентабельність активів її підприємств перевищує відсоток за кредит. У решті галу-

зей сфери матеріального виробництва, як і загалом по Україні, диференціал фінансового левериджу є від'ємним.

На жаль, причиною залучення боргів вітчизняними підприємствами є зниження ролі власного капіталу у фінансових ресурсах – до 24,5% (табл. 3).

Причиною цього є поступове вихолощення чистих активів через зростання непокритого збитку, загальний обсяг якого по Україні станом на 01.01.2017 р. становить 889 070,3 млн. грн. [4]. У зв'язку з цим для фінансового забезпечення операційної та інвестиційної діяльності вітчизняні підприємства змушені залучати позичковий капітал.

Згідно зі структурою фінансових ресурсів (табл. 3) очевидно, що переважна частка його сформована за рахунок поточних зобов'язань. Якщо загалом по Україні вони формують 58,52% пасивів підприємств, то за різними видами діяльності ця частка варіюється від 61% у промисловості до 86% у торгівлі. Це є небезпечною тенденцією, яка спостерігається протягом тривалого часу. Така структура ресурсів надає агресивності системі фінансування діяльності підприємств, загрожує їхній фінансовій безпеці, особливо коли йдеться про сезонний бізнес або бізнес із тривалим операційним циклом. Наприклад, у сільському господарстві та будівництві частка поточних зобов'язань становить близько 70%.

Висока вартість позичкового капіталу та від'ємна величина диференціалу фінансового левериджу зумовлюють низьку частку банківських кредитів у фінансових ресурсах вітчизняних суб'єктів господарювання – 5%. Зокрема, короткострокові кредити банку в майні промислових, торговельних, будівельних та сільськогосподарських підприємств становлять відповідно 8,36%; 7,56%; 2,43% та 1,89%.

Альтернативою у цьому разі є фінансування підприємств України за рахунок кредиторської заборгованості та інших поточних зобов'язань. Незважаючи на обмежений характер цільового використання, зокрема кредиторської заборгованості за поставлені товари, комерційний кредит не потребує застави, пришвидшує оборотність запасів, забезпечує своєчасне фінансування операційної діяльності, має просту процедуру оформлення та є безкоштовним. Вартість комерційного кредиту в такому разі є лише втрачена знижка, яку можна було б отримати в разі дострокової оплати постачальнику. Але цей факт не є визначальним для вітчизняних суб'єктів господарювання, тому частка кредиторської заборгованості в їхніх пасивах по Україні та в розрізі окремих галузей перевищує суму довгострокових зобов'язань та короткострокових кредитів банків, разом узятих (табл. 3). Так, наприклад, по Україні кредиторська заборгованість формує 26% фінансових ресурсів, зокрема в галузі торгівлі – 44%.

Значна частка кредиторської заборгованості може бути зумовлена ще й тим, що одним зі шляхів зниження вартості позичкового капіталу може бути створення холдингової компанії – акціонерного товариства, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств [5]. Серед розмаїття причин виникнення холдингових компаній треба відзначити отримання контролю над підприємствами, залучення додаткових виробничих потужностей, диверсифікацію виробництва, зниження ризику, зменшення податкових платежів, а також концентрацію капіталів та фінансових ресурсів.

Можливість зниження вартості позичкового капіталу можна простежити на прикладі холдингової

¹ $16,2\% \cdot (1 - 0,18) = 13,284\%$, де 0,18 (18%) є ставкою податку на прибуток в Україні.

компанії ПРАТ «Молочний Альянс», що об'єднує потужні заводи України з виробництва масла, сиру, у тому числі ПАТ «Баштанський сирзавод», ПАТ «Яготинський маслозавод», ПРАТ «Пирятинський сирзавод», ПАТ «Золотоніський маслоробний комбінат», ПАТ «Городенківський сирзавод» [6].

Підтвердження того, що в межах компаній подібного типу відбувається внутрішній перерозподіл ресурсів, що зменшує вартість на їх залучення ззовні, подано у табл. 4.

Якщо станом на 01.01.2016 р. активи ПРАТ «Молочний Альянс» склалися на 96,8% з довгострокових фінансових інвестицій, то станом на 01.01.2017 р. – на 79% з дебіторської заборгованості із внутрішніх розрахунків. Ця стаття ста-

новить до 20–30% активів решти підприємств цієї холдингової компанії. Предметом таких внутрішніх розрахунків можуть бути надані одному товари (роботи, послуги), фінансова допомога, інші матеріальні та фінансові ресурси. Всередині холдингу конкретний вид продукції може бути вироблений або на одному, або на іншому підприємстві залежно від завантаженості виробничих потужностей, попиту на ринку, інших причин. У такому разі на упаковці продукції зазначається номер виробника із переліку, що наведений там само.

Перерозподіляючи капітал всередині холдингової компанії, деякі її підприємства формують до 30–40%, а деякі навіть до 76% своїх пасивів за рахунок кредиторської заборгованості із внутрішніх розрахунків.

Таблиця 1

Вартість кредиту в національній валюті за видами економічної діяльності у листопаді 2017 р., %

Вид економічної діяльності	Середньозважена процентна ставка за новими кредитами нефінансовим корпораціям за видами економічної діяльності [3]	Середньозважена процентна ставка з урахуванням податкової економії
сільське, лісове та рибне господарство	15,8	12,96
промисловість	17,5	14,35
будівництво	20,8	17,06
оптова та роздрібна торгівля	20,6	16,89

Джерело: розраховано автором на основі [3]

Таблиця 2

Ефект фінансового левериджу для підприємств України станом на 01.01.2017 р.

Галузь економіки	К-т валової рентабельності активів (валовий прибуток/ активи), %	Процентна ставка, % [3]	Диференціал фінансового левериджу
Загалом по Україні	10,9	14,2	-3,3
сільське, лісове та рибне господарство	8,1	18,4	-10,3
промисловість	13,2	19,8	-6,6
будівництво	6,3	13	-6,7
оптова та роздрібна торгівля	18,1	15,2	2,9

Джерело: розраховано автором на основі даних [3; 4]

Таблиця 3

Структура фінансових ресурсів вітчизняних підприємств станом на 01.01.2017 р., %

Галузь економіки	Власний капітал / пасиви	Довгострокові зобов'язання / пасиви	Поточні зобов'язання / пасиви	Короткострокові кредити банку / пасиви	Кредиторська заборгованість / пасиви	Інші поточні зобов'язання / пасиви
Загалом по Україні	24,5	16,98	58,52	4,97	25,9	26,7
сільське, лісове та рибне господарство	24	4,03	71,94	1,89	11,2	58,7
промисловість	18,9	20,11	61,01	8,36	37,35	14,0
будівництво	-4,5	33,91	70,58	2,43	24,85	41,6
оптова та роздрібна торгівля	-1,5	15,33	86,19	7,56	44,41	33,6

Джерело: розраховано автором на основі [4]

Таблиця 4

Стан внутрішніх розрахунків станом на 01.01.2017 р.

Підприємство	Показник	Частка дебіторської заборгованості із внутрішніх розрахунків в активах, %	Частка кредиторської заборгованості із внутрішніх розрахунків у пасивах, %
ПРАТ «Молочний Альянс»;		79	0,03
ПАТ «Баштанський сирзавод»		29,7	28,4
ПАТ «Яготинський маслозавод»		21,5	23,1
ПРАТ «Пирятинський сирзавод»		17,3	35,9
ПАТ «Золотоніський маслоробний комбінат»		6,9	41,9
ПАТ «Городенківський сирзавод»		24,9	76

Джерело: розраховано автором на основі [6]

На відміну від банківських кредитів, емісії облигацій, навіть комерційного кредиту, кредиторська заборгованість зі внутрішніх розрахунків, як правило, немає ані явної, ані прихованої вартості. Або її вартість набагато нижча за перераховані види фінансових ресурсів, чим і зумовлюється її значна частка в пасивах досліджуваних підприємств холдингу.

Безумовно, використання фірмою позичкового капіталу можливе лише за дотримання принципів строковості, повернення, платності, забезпечення, цільового використання, яке часто є обмеженим у разі товарної форми кредитування. Обсяг внесків власників підприємства є рівнем відповідальності за борги, у зв'язку з чим будь-які рішення щодо зменшення зареєстрованого капіталу, а також реорганізації, ліквідації суб'єкта господарювання неможливі без погодження із кредиторами. Окрім того, порушуючи золоті правила фінансування під час залучення позичкових коштів, підприємство може втратити фінансову рівновагу, підвищити ймовірність свого банкрутства.

Але в ринковій економіці існують об'єктивні причини для залучення зобов'язань, використання яких, до того ж, спроможне принести реальний економічний ефект для підприємства. Окрім того, практикою функціонування різноманітних фірм та законодавчою базою передбачаються можливості для скорочення витрат на формування та обслуговування позичкових фінансових ресурсів.

Висновки. У ситуації, коли фінансові ресурси вітчизняних підприємств на 75,5% сформовані за рахунок позичкового капіталу, неможливо заперечувати його важливої ролі у фінансуванні операційної та інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання України.

Основним методом зменшення вартості боргу є податкова економія. Виплати за залучення та використання позики для підприємства на загальній системі оподаткування визначаються витратами, що зменшує оподатковуваний прибуток.

Статистичні дані свідчать про те, що в умовах вихолощення чистих активів суб'єкти господарювання України формують фінансові ресурси за

рахунок поточних зобов'язань, значна частка яких належить кредиторській заборгованості, що зумовлюється низькими витратами за її використання.

Виходом для деяких фірм є різноманітні об'єднання (холдинги), що дають можливість згрупувати ресурси, виробничі потужності, капітал та відповідним чином зменшити витрати на них.

Залучення позичкового капіталу завдяки ефекту фінансового левериджу дає можливість, у свою чергу, підвищити рентабельність чистих активів, що є однією з основних цілей будь-якого суб'єкта господарювання.

На жаль, диференціал фінансового левериджу вітчизняних підприємств є від'ємним, політика фінансування має агресивний характер. Тому в подальших дослідженнях було б важливим визначити питання, наскільки перераховані методи зменшення витрат на капітал, структура фінансових ресурсів, їхні переваги та недоліки впливають на вартість вітчизняних підприємств.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»/ Наказ Міністерства фінансів України від 07.02.2013, № 73/ URL: <http://rada.gov.ua/>.
2. Середньозважена процентна ставка за наданими кредитами в національній валюті нефінансовим корпораціям в грудні 2017 р./ Економічні та фінансові показники України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36728.
3. Середньозважена процентна ставка за новими кредитами нефінансовим корпораціям за видами економічної діяльності в національній валюті за видами економічної діяльності у листопаді 2017 р./ Економічні та фінансові показники України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1.
4. Економічна статистика діяльності підприємств України. URL: <http://ukrstat.gov.ua/>.
5. Закон України «Про холдингові компанії в Україні» від 15 березня 2006 року № 3528-IV URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3528-15>.
6. Фінансова звітність ПРАТ «Молочний Альянс», ПАТ «Баштанський сирзавод», ПАТ «Яготинський маслозавод», ПРАТ «Пирятинський сирзавод», ПАТ «Золотоніський масло-робний комбінат», ПАТ «Городенківський сирзавод» за 2016 р. URL: www.smida.gov.ua.