

УДК 657.422.1

*М. В. Загорко, соискатель, Донецкий национальный университет*

## **КОНЦЕПЦИЯ СНИЖЕНИЯ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ СУБЪЕКТОВ ХОЗЯЙСТВОВАНИЯ**

В статье рассмотрены концептуальные вопросы управления финансовой деятельностью субъектов хозяйствования в части формулирования научно-методологических основ построения механизма снижения стоимости используемых ими финансовых ресурсов. Проанализированы теоретические подходы к влиянию структуры финансирования на стоимость финансовых ресурсов. Рассмотрены основные подсистемы системы управления финансовой деятельностью на основе которых формируется механизм снижения стоимости финансирования, перечислены его основные методы, инструменты и рычаги управленческого воздействия. Выявлены основные направления совершенствования и развития механизма снижения стоимости финансовых ресурсов.

*Ключевые слова:* стоимость финансовых ресурсов, агентские издержки, издержки информационной асимметрии, теории структуры капитала.

Рис. 1, табл. 1, лит. 27.

*М. В. Загорко*

## **КОНЦЕПЦІЯ ЗНИЖЕННЯ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ**

В статті розглянуто концептуальні питання управління фінансовою діяльністю суб'єктів господарювання в частині формулювання науково-методологічних основ побудови механізму зниження вартості фінансових ресурсів. Проаналізовано теоретичні підходи до впливу структури фінансування на вартість фінансових ресурсів. Розглянуто основні підсистеми системи управління фінансовою діяльністю на базі чого формується механізм зниження вартості фінансування, перелічено його основні методи, інструменти та важелі управлінського впливу. Виявлено загальні напрями вдосконалення та розвитку механізму зниження вартості фінансових ресурсів.

*Ключові слова:* вартість фінансових ресурсів, агентські витрати, витрати інформаційної асиметрії, теорії структури капіталу.

*М. V. Zakorko*

## **CONCEPTUAL ISSUES OF CAPITAL COST MINIMIZATION IN FINANCIAL MANAGEMENT SYSTEM OF ENTERPRISE**

The conceptual issues of financial management of business entities in the formulation of the scientific and methodological foundations of building a mechanism for reducing costs of their financial resources have considered in the article. Theoretical approaches to the influence of the capital structure on the cost of financial resources have analyzed. The main subsystems of the system of financial management that format the mechanism of reduction the capital cost through the basic methods, tools and levers of management influence have considered.

The basic directions of improvement and development of a mechanism of reduction the cost of financial resources have identified.

**Keywords:** *capital costs, agency costs, the costs of information asymmetry, theory of capital structure.*

Преобразование финансовых отношений в Украине, коснувшееся, в первую очередь их основной сферы — финансов субъектов хозяйствования, развитие отношений собственности, институтов финансового рынка, и другие процессы, сопровождающие реорганизацию экономических механизмов, обуславливают необходимость активного внедрения в практику функционирования стоимостного подхода к управлению бизнесом. Стоимостной подход ориентирован на сопоставление финансовых результатов в стратегической перспективе с финансовыми издержками использования капитала. В этой связи стоимость финансовых ресурсов субъектов хозяйствования становится одним из основных детерминантов рыночной цены бизнеса и его эффективности в рамках стоимостной концепции управления, наряду с такими ее элементами, как величина и распределение во времени денежных потоков в результате операционной и инвестиционной деятельности, перспективами роста бизнеса, стоимостью материальных и нематериальных активов, наличием различного рода опционов гибкого управления.

Несмотря на существенную роль в принятии стратегических и текущих решений, стоимость финансовых ресурсов или капитала, как правило, не рассматривается в качестве самостоятельного объекта управления, по отношению к которому реализуется весь комплекс функций управленческого воздействия. Так, несмотря на то, что отдельными авторами, таким как И. Бланк, Е. Сысоева, в рамках функций управления формированием капитала и указывается в качестве отдельной — функция управления снижением стоимости отдельных элементов капитала, в качестве основных исследуемых являются — функция оценки стоимости капитала и функция минимизации средневзвешенной стоимости капитала за счет рационализации источников его формирования. При этом, среди авторов, исследования которых посвящены оценке стоимости капитала следует отметить А. Дамодарана, П. Фернандеса, У. Шарпа, Г. Александра, Дж. Бэйли, Дж. Пинто, Т. Огнера, Дж. Рагмана, Л. Спайсера, Т. Коупленда и других. Проблемы оценки данной величины в условиях развивающегося рынка основательно исследуются в работах российских ученых, среди которых: Т. Теплова, Р. Ибрагимов, С. Моисеев, В. Думов, О. Небольсин, С. Романов. В свою очередь, исследованию функции оптимизации структуры капитала на основе критерия минимизации стоимости финансирования в настоящее время посвящены работы И. Ивашковской, М. Кокоревой, Р. Кастури, К. Ханкинс, Е. Фамы, К. Френча, М. Фланнери, С. Титмана, М. Леммона, Дж. Зендера, А. Каухана и др.

В качестве предпосылок для такого дивергентного подхода можно указать следующее:

- объективность оценки стоимости финансовых ресурсов, особенно в части собственного капитала, в значительной степени ограничена, как слабой эффективностью финансового рынка, так и существенным влиянием неявных элементов издержек в стоимости. В результате этого, вопросы оценки индикаторов стоимости по-прежнему являются наиболее актуальными и в финансовой науке, и на практике;
- стоимость финансовых ресурсов является объектом управления опосредованно, испытывая на себе влияние принятия финансовых и инвестиционных решений: инвестиционных — в части принятия эффективных инвестиционных проектов, доходность которых покрывает сопровождаемые их инвестиционные риски, обладающие гибкостью за счет наличия в своем составе реальных опционов, а также решений относительно структуры активов, оптимальных с позиции формируемых в их составе необоротных, нематериальных и ликвидных средств,

обеспечивающих определенную перспективу развития субъекта хозяйствования и его роста, гибкости в ситуациях дефицита финансовых возможностей; финансовых — в части принятия оптимальных финансовых решений, обеспечивающих финансовыми ресурсами деятельность субъекта хозяйствования в текущем периоде и в перспективе с позиции выбора определенной их структуры по типу инвестора, срочности, инструменту привлечения, способствующих снижению финансового риска, агентских конфликтов и степени асимметричности информации между собственниками, кредиторами и менеджерами.

Указанное выше позволяет сделать утверждение о целесообразности рассмотрения стоимости финансовых ресурсов как особом и своеобразном объекте управления в рамках рассмотрения системы управления финансовой деятельностью субъекта хозяйствования.

Отсюда, целью статьи является обоснование концепции снижения стоимости финансовых ресурсов в системе управления финансовой деятельностью субъектов хозяйствования.

При этом, такую систему, несмотря на существование достаточно аргументированной узкой точки зрения относительно ее отождествления только с функциями формирования финансового капитала [1-3], будем рассматривать с точки зрения полного цикла кругооборота капитал, охватывающего, как формирование финансовых ресурсов, так и их использование [4-6].

Рассматривая систему управления финансовой деятельностью субъекта хозяйствования, считаем необходимым согласиться с точкой зрения авторов, обосновывающих агрегирование различных направлений принятия решений по финансовой деятельности вокруг двух основных сфер — финансирования и инвестирования [7-9]. При этом к объектам принятия решений в сфере инвестирования, которые в наибольшей степени определяют величину последних, отнесем: объемы и сферу инвестирования средств, степень их диверсификации, уровень принимаемого инвестиционного риска, структуру активов субъекта хозяйствования и степень их ликвидности, наличие операционной и инвестиционной гибкости. Необходимо отметить, что инвестиционная деятельность субъекта хозяйствования по отношению к стоимости его финансовых ресурсов, в первую очередь, выполняет роль формирования максимально возможной цены используемого капитала: рост эффективности инвестиционных проектов прямо пропорционально увеличивает возможности привлечения финансовых ресурсов. Вместе с тем, больший уровень доходности предполагает, соответственно, и более высокий уровень инвестиционного риска, отражаясь, тем самым, в росте стоимости финансовых ресурсов. Несмотря на данные закономерности, снижение стоимости используемого капитала в данной подсистеме возможно на основе мероприятий, направленных на снижение недиверсифицируемых рынком специфических рисков субъекта хозяйствования.

Значительным потенциалом снижения стоимости финансовых ресурсов обладает подсистема управления финансированием деятельности субъекта хозяйствования. При этом наиболее емкое понятие самого процесса финансирования дает Л. С. Мартышева и Л. О. Меренкова, определяя его как совокупность мероприятий, направленных на покрытие потребности предприятия в капитале, которые включают мобилизацию финансовых ресурсов (денежных средств, их эквивалентов, имущества, активов), их возврат, а также отношения между предприятиями и капиталовкладчиками, которые исходят из этого [10]. Более развернуто процесс финансирования с позиции его рассмотрения как сферы управления финансовой деятельностью рассмотрен Г. И. Филиной, относящей к ней следующие элементы: привлечение капитала собственного и заемного; управление структурой капитала предприятия; управление финансовыми резервами; управление кредиторской задолженностью; управление распределением прибыли; формирование дивидендной политики и амортизационной политики [11].

Несмотря на определенное влияние на рыночную стоимость субъекта хозяйствования всех указанных элементов, наиболее неоднозначное и дискуссионное влияние

оказывает структура финансирования, под которой преимущественно понимается соотношение или определенная комбинация долгосрочного постоянного финансирования (собственного и долгосрочного заемного) [12], либо всего капитала с позиции собственных и заемных финансовых ресурсов. Следует отметить, что, невзирая на такое узкое понимание структуры источников финансирования, вопрос оптимизации финансирования, поднимаемый различными теориями структуры капитала, ставится гораздо шире, нежели поиск оптимальной величины финансового левериджа. При этом, целевая направленность такого рода финансовых решений остается неизменной, и по словам Лукаевича сводится к снижению расходов или влияния обременительных положений законодательства и вероятности возникновения потенциально дорогостоящих в своем разрешении противоречий между интересами различных сторон (менеджерами и акционерами, акционерами и кредиторами и др.), а также к повышению гибкости управления и обеспечению потенциальных инвесторов финансовыми активами, недоступными для них при других обстоятельствах и извлечения из этого дополнительных доходов [13].

Анализ существующих теорий структуры капитала субъектов хозяйствования (табл. 1) позволяет сделать вывод о параллельном существовании двух точек зрения на оптимизацию финансирования:

- 1) существование статичного или динамичного оптимального или, другими словами, наиболее эффективного соотношения («структуры») собственного и заемного финансирования — точка зрения, поддерживаемая такими теориями, как модифицированная теория М. Миллера и Ф. Модильяни, теория компромисса (статического и динамического равновесия), модель агентских издержек;
- 2) отказ от необходимости оптимизации финансирования по ее структуре в пользу приоритетности оптимизации состава финансовых ресурсов — по типу инвестора (собственника или кредитора), срочности, инструменту привлечения в зависимости от определенных складывающихся условий, либо сформировавшейся устойчивой закономерности соотношения между стоимостью различных источников финансирования — точка зрения, поддерживаемая такими теориями, как теория иерархии источников финансирования, теория отслеживания рынка, теория автономии инвестиций менеджеров.

Отсюда, в качестве элементов подсистемы управления финансированием субъекта хозяйствования целесообразно выделить следующие: оптимизацию соотношения собственных и заемных финансовых ресурсов, оптимизацию состава и структуры заемных финансовых ресурсов; оптимизацию состава и структуры собственных финансовых ресурсов; дивидендную и амортизационную политику.

При этом стоимость финансовых ресурсов является:

- с одной стороны, индикатором эффективности процесса финансирования в части привлечения финансовых ресурсов в оптимальной их структуре и составе с позиции их объемов, используемым инструментам и срочности;
- с другой стороны, критерием для их принятия.

Таким образом, основываясь на указанной выше особенности, следует подчеркнуть, что финансовые решения отражаются в стоимости финансовых решений опосредованно — через восприятие рынком финансовых и инвестиционных рисков собственниками финансовых решений и отражается в соответствующей рыночной стоимости компании, что по принципу обратного цикла является критерием для принятия соответствующих финансовых решений.

В рамках принятия решений по управлению процессом финансирования, снижение стоимости финансовых ресурсов реализуется благодаря: снижению риска банкротства, кредитного риска и степени агентских конфликтов.

Существенное влияние на стоимость финансовых ресурсов оказывает подсистема корпоративного управления, которая ввиду отличного от финансовых отношений объекта управления, полностью не интегрирована в систему управления финансовой

Таблиця 1

## Влияние структуры финансирования на стоимость финансов ресурсов согласно различным теоретическим подходам

Теория	Основополагающие гипотезы	Влияние структуры финансирования на рыночную стоимость субъекта хозяйствования	Влияние структуры финансирования на стоимость финансовых ресурсов
1 Теория М. Миллера и Ф. Модильяни	2 Совершенный рынок капитала, отсутствие налогов и других издержек ведения бизнеса (транзакционных, агентских, информационных, банкротства), все участники хозяйственной деятельности находятся в равных условиях (например, могут привлекать и размещать капитал по одинаковой безрисковой ставке), ведут себя рационально, отсутствие информационной асимметрии	3 Структура капитала не влияет на стоимость предприятия, которая зависит только от рентабельности его деятельности и связанных с ней рисков: на совершенном рынке подобные ситуации невозможны, поскольку механизм арбитража немедленно устранил дисбаланс цен на одинаковые активы компаний, отличающиеся только структурой финансирования и приведет рынок в равновесие	4 <i>Стоимость (ставка доходности) собственного капитала</i> финансово зависимой фирмы является линейной функцией от стоимости капитала (ставки капитализации) независимой фирмы и финансового рычага — наращивание долга как более дешевой источника финансирования будет приводить к пропорциональному росту стоимости собственного капитала, поскольку собственники будут требовать более высокую норму доходности в качестве компенсации за увеличение финансового риска. <i>Средневзвешенная стоимость капитала</i> не зависит от уровня финансового рычага и будет оставаться неизменной, поскольку любое изменение отношения финансового рычага будет в точности компенсироваться изменениями стоимости собственного капитала
Модифицированная теория М. Миллера и Ф. Модильяни с учетом налогов	Учитывает налоговый щит, возникающий при уплате финансовых расходов, снижающих налогооблагаемую прибыль	Максимальную стоимость компания имеет при 100% заемном финансировании	Стоимость заемного финансирования снижается пропорционально величине налога на прибыль и величине финансовых расходов
Компромиссная модель (теория статического равновесия) [14]	Учитывает издержки банкротства, финансовых затруднений (снижения финансовой стабильности) и налоговый эффект от привлечения заемного финансирования	Структура финансирования влияет на стоимость компании нелинейно. Оптимальная структура капитала — это такое сочетание собственных и заемных средств, при котором стоимость налоговых щитов полностью покрывает ожидаемую стоимость издержек банкротства	Ожидаемая стоимость банкротства является возрастающей функцией от структуры капитала фирмы. Увеличение доли заемного финансирования в структуре капитала приводит к росту выгод от налогового щита и, соответственно, увеличению стоимости фирмы, но при этом одновременно повышается и вероятность ее банкротства и связанные с ним издержки, что снижает общую стоимость

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4
<p>Компромиссная модель (теория динамического равновесия) [15–18]</p>	<p>Наличие трансакционных издержек является причиной определенного колебания структуры капитала во времени. Изменение долговой нагрузки в структуре производится только при ее превышении установленных пределов. Наличие опциона на привлечение долга при низком леверидже имеет ценность для субъекта хозяйствования</p>	<p>Оптимальность структуры финансирования рассматривается с позиции будущих возможных ситуаций, долгосрочной перспективы</p>	<p>Стоимость заемного финансирования по сути корректируется на ценность опциона способности привлечения в будущем необходимого объема заемного финансирования</p>
<p>Теория иерархии источников финансирования (Модели асимметричной информации) [19]</p>	<p>Асимметричность информации существенно влияет на механизмы взаимодействия предприятия с рынком и на управленческие решения, принимаемые как внутренними, так и внешними по отношению к нему субъектами. В результате асимметричности информации потенциальные инвесторы негативно реагируют на новые выпуски акций, повышая стоимость собственных финансовых ресурсов и снижая стоимость акций. Учитывает издержки информационной асимметрии, эмиссионные издержки</p>	<p>Не предполагается наличия целевого или оптимального соотношения собственных и заемных средств. Показатель левериджа отражает суммарную потребность во внешнем финансировании, а такой фактор, как налоговые шиты, не является определяющим. Изменение левериджа происходит лишь в случае нарушения равновесия между операционными денежными потоками (за вычетом дивидендов) и реальными инвестиционными возможностями</p>	<p>В иерархии финансирования долг стоит выше внутренних источников финансирования, но ниже стоимости привлекаемого из внешних источников собственного капитала. Для сохранения возможности доступа к заемным источникам в случае как благоприятных, так и неблагоприятных ситуаций, предприятие должно обладать некоторой «резервной кредитоспособностью», т. е. стремиться поддерживать умеренный уровень финансового рычага и иметь резервный запас (излишек) денежных средств, размещенный в высоколиквидных финансовых инструментах</p>
<p>Теория иерархии источников финансирования (Сигнальные теории) [20]</p>	<p>Существование информационных асимметрий приводит к тому, что инвесторы проявляют известную осторожность при оценке своего участия в тех или иных проектах, а также пытаются компенсировать возникающую из-за недостатка информации неопределенность требованиями более высокой доходности, повышая соответствующие премии за риск</p>	<p>Не предполагается наличия целевого или оптимального соотношения собственных и заемных средств. Информация о структуре финансирования играет существенную роль в стоимости компании</p>	<p>Стоимость заемных источников финансирования снижается за счет положительного эффекта от подачи сигнала инвесторам о структуре финансирования — привлечении заемного капитала. Решение о привлечении заемных средств, например о выпуске облигаций, должно положительно восприниматься инвесторами и приводить к росту цен на акции фирмы, т. е. к увеличению ее стоимости</p>

Продолжение таблицы 1

1	2	3	4
<p>Модели агентских издержек [21, 22]</p>	<p>Учет агентских издержек, включающих издержки агентских конфликтов между собственниками и менеджерами, собственниками-кредиторами, менеджерами-кредиторами</p>	<p>Информация о структуре финансирования играет существенную роль в стоимости компании. Оптимальной является такая структура капитала, которая минимизирует агентские затраты путем достижения компромисса (в идеале — равновесия) между выгодами и издержками заемного финансирования в отношении решения основных агентских конфликтов</p>	<p>Увеличение заемного капитала приводит, с одной стороны, к росту издержек банкротства и агентских издержек долгового финансирования. Однако, с другой стороны, оно способствует снижению агентских издержек в конфликте менеджеры-акционеры за счет дисциплинирующего эффекта долга. Вместе с тем, растут агентские издержки в отношении акционеры (менеджеры)-кредиторы в виде повышения процентных ставок в качестве компенсации за риск, введения ограничительные положения в соглашения о предоставлении займов</p>
<p>Теория отслеживания рынка [23–25]</p>	<p>Признание слабой эффективности рынка капитала с возможностью отклонения фактической рыночной стоимости капитала от фундаментальной, а также восприятие рыночной информации (сигналов) менеджерами как иррациональных</p>	<p>Не предполагается наличия целевого или оптимального соотношения собственных и заемных средств. Структура капитала формируется не в результате стратегического планирования, а в результате реализации ситуационных благоприятных возможностей, возникающих на рынке капитала и их субъективной оценки менеджментом</p>	<p>В оценке стоимости собственных финансовых ресурсов существенную роль играет текущее состояние рынка капитала, а также субъективная интерпретация менеджерами данных процессов. Менеджмент компаний использует периоды переоценки рынка их акций. В этом случае стоимость заемного финансирования может быть выше стоимости внешних собственных ресурсов</p>
<p>Теория автономии инвестиций менеджеров [26]</p>	<p>Предположение о влиянии на рыночную оценку акций субъективного мнения инвесторов об инвестиционной политике менеджеров</p>	<p>Стоимость компании растет и, соответственно, стоимость собственного капитала снижается в ситуации поддержания инвесторами действий менеджеров</p>	<p>Стоимость привлечения собственного капитала снижается и имеет приоритет перед заемным в том случае, если менеджеры уверены, что инвесторы оценивают перспективы инвестиций аналогичным образом. В ином случае, стоимость заемного капитала дешевле</p>
<p>Теория информационных каскадов [27, 28]</p>	<p>Предположение об имитационном или «стадном» поведении экономичских агентов — менеджеры компаний имитируют структуру капитала компании-лидера</p>	<p>Оптимальной считается структура финансирования и принимаемые финансовые решения компанией-лидером в отрасли</p>	<p>Предполагается, что структура финансирования, выбранная компанией-лидером, в наибольшей степени использует возможности минимизации стоимости источников финансирования</p>

деятельностью, но имеет сильную взаимосвязь с последней. Основываясь на исследованиях авторов о потенциале снижения различных издержек финансирования на основе использования методов корпоративного управления, в качестве необходимых элементов, непосредственно связанных с механизмом снижения стоимости финансовых ресурсов целесообразно обозначить:

- *оптимизацию структуры собственности* — определяет наиболее эффективную с точки зрения субъекта хозяйствования степень концентрации собственности и, соответственно, прав контроля над его чистыми денежными потоками, а также вида собственника с позиции его принадлежности к институциональным инвесторам, банкам, холдинговым структурам, государству;
- *оптимизацию структуры корпоративного контроля* — выявление наиболее эффективной степени контроля над принятием решений в деятельности субъекта хозяйствования с учетом сбалансирования интересов всех стейкхолдеров, направленную на повышение рыночной стоимости всех собственников, включая миноритарных;
- *управление финансовой коммуникацией* — стратегически спланированная и целенаправленная коммуникация между эмитентом долговых обязательств и титулов собственности и инвесторами, а также информационными посредниками, направленная на повышение актуальности, достоверности, качества и достаточности информации о показателях, влияющих на рыночную стоимость эмитента.
- *политику формирования Совета директоров* — определение оптимальной структуры Совета директоров с точки зрения участвующих в нем инсайдеров и аутсайдеров.

Формируемый в системе управления финансовой деятельностью механизм снижения стоимости финансовых ресурсов направлен на достижение основной цели бизнеса — рост рыночной стоимости субъекта хозяйствования. Данный критерий результативности и эффективности принимаемых стратегических и краткосрочных решений, в отличие от показателя бухгалтерской прибыли, в максимальной степени учитывает явные и неявные издержки финансирования и, следовательно, позволяет оценить эффект от мероприятий, решающих проблему снижения агентских издержек собственного и заемного капитала, издержек финансовой нестабильности, информационной асимметрии, трансакционных, издержек финансовых ограничений и «высокого» долга.

Предлагаемый концептуальный подход представляет собой систему научно-обоснованных и обобщающих практический опыт взглядов на цели, принципы и подходы, определяющие процесс формирования механизма снижения стоимости финансовых ресурсов субъекта хозяйствования в системе управления его финансовой деятельностью (рис. 1). В качестве основополагающих, исходных принципов формулирования такого механизма будем использовать такие:

- *взаимосвязи финансовых и инвестиционных решений* — заключается в агрегировании информации о результатах принятия решений в сфере инвестирования и финансирования (доходности, степени инвестиционного риска, стоимости необоротных активов, технологической уникальности, перспективах роста и т. п.) на уровне формирования стоимости их финансовых ресурсов, предполагающего необходимость выделения управляемых (эндогенных) детерминантов стоимости не поддающихся управленческому воздействию (экзогенных), зависимых и независимых переменных в формулируемых моделях оценки и управления;
- *учета многогранности видов финансовых ресурсов* (отличающихся методами и инструментами привлечения, их срочностью и правом собственности), генерирующих различные объемы издержек финансирования и имеющих различный потенциал с позиции их влияния на риск банкротства, кредитный риск, степень агентских конфликтов и информационной асимметрии);
- *учета финансовой и операционной гибкости* — предполагающий учет ценности обладания субъектом хозяйствования различными финансовыми и реальными





- ми опціонами, являючись в определенній ступені альтернативними по відношенню друг до друга, і дозволяючими знизити издержки корективної і адаптаційної фінансової і операційної діяльності до змін;
- *учета противоречий интересов различных групп участников*, реалізуються в різного роду агентських конфліктах, знижують ринкову ціну суб'єкта господарювання за допомогою зменшення величини грошових потоків, а також зростання ціни витрат фінансування;
  - *учета явных и неявных издержек финансирования* — означає визначення величини не тільки витрат, перетворюючись в фінансові платежі, але і тих, які збільшують мінімальні вимоги до доходності інвестування власного капіталу, знижують ринкову ціну боргу і титулів власності;
  - *учета прямых и косвенных издержек* — передбачає необхідність максимально повного виявлення і оцінки всіх наслідків прийняття рішень по фінансуванню, включаючи ті, які призводять до зменшення грошових потоків по операційній і інвестиційній діяльності;
  - *учета финансовых ограничений* — передбачає врахування закономірності перевищення витрат на залучення зовнішніх фінансових ресурсів над використанням внутрішніх засобів, включаючи позичку фінансування в економіці з розвиваючимися ринками капіталу в результаті слабкої ефективності і фракційності останніх. Це підкреслює необхідність обов'язкової оцінки таких неявних витрат залучення капіталу, як — витрати інформаційної асиметрії і агентських витрат;
  - *принцип динамической корректировки структуры финансовых ресурсов* — змінення умов функціонування і ринкової ситуації передбачає змінення ціни фінансування і, відповідно, визначає необхідність корективної величини фінансового левериджу суб'єкта господарювання. При цьому, існування витрат такої реакції обумовлює пошук певних значень відхилень від цільової структури фінансування, допустимих з позиції суб'єкта господарювання, перевищення яких буде слугувати сигналом до динамічної корективної;
  - *учета концентрации собственности* — ступінь концентрації власності обумовлює внесення суттєвих корективів до формування стимулів прийняття фінансових і інвестиційних рішень, зменшення одних і посилення інших агентських конфліктів і, відповідно, ступеня інформаційної асиметрії між учасниками фінансових процесів.

Таким чином, механізм зменшення ціни фінансових ресурсів в системі управління фінансовою діяльністю суб'єктів господарювання буде представляти собою процес управління, представлений сукупністю методів, інструментів і рычагів управлінського впливу, направлений на зменшення витрат фінансової діяльності на основі вибору збалансованої структури джерел фінансування, зменшення агентських конфліктів між власниками фінансових ресурсів і агентами, недиверсифікованих інвестиційних ризиків, а також ступеня інформаційної асиметрії між суб'єктом господарювання і інвесторами.

Необхідно відзначити, що зменшення витрат на фінансову діяльність суб'єкта господарювання буде означати і прийняття оптимальних рішень в сфері фінансування, забезпечують оптимальне поєднання ризику і доходності для підприємства, максимізують ринкову ціну акціонерного товариства, сприяють підвищенню курсу його акцій і забезпечують високий рівень платіжеспособності і фінансової стійкості.

Незважаючи на певний накопленний досвід у формулюванні політики прийняття фінансових рішень в країнах з розвинутою ринковою економікою, по призначенню авторитетних учених сьогодні існуючі наукові підходи пояснюють не

более половины формирующихся закономерностей в этой сфере. Еще более сложные закономерности складываются в странах с трансформирующимися принципами хозяйственной деятельности, незрелым и деформированным институциональным окружением, формирующимися рынками капитала. Ввиду этого, указанный механизм целесообразно строить на основе реализации определенного аналитического блока, состоящего из следующих этапов:

- 1) *оценка степени информационной асимметрии финансового рынка в Украине* — определенная степень эффективности рынка является основанием для выбора базовой модели, на основании которой будет осуществляться процесс оценки рыночной стоимости финансирования. Применение классических моделей, позволяющих оценить норму доходности, в их базовом виде возможно только при средней эффективности рынка. При прочих условиях оценка нормы доходности с использованием данных моделей является неэффективным или не имеет никакого смысла. При высокой степени эффективности рынка лучшей оценкой стоимости финансового актива, как правило, является его рыночная цена, а процесс оценки теряет смысл связи с превышением затрат на его проведение над ожидаемой выгодой. Низкая информационная эффективность обуславливает необходимость определенных корректировок данных моделей на особенности конкретного рынка;
- 2) *анализ влияния факторов на рыночные индикаторы стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования направлен на выявление степени влияния на величину нормы доходности собственного капитала или его стоимости, включающих специфические* — финансовые показатели деятельности компаний реального сектора Украины, рыночные (фондового рынка Украины и США) и страновые. Для оценки влияния факторов целесообразно использовать метод регрессионного анализа, оценки волатильности и модель ценообразования капитальных активов с учетом определенных корректировок. При этом для оценки факторов, влияющих на стоимость собственного капитала, в оценочной модели необходимо определить саму зависимую переменную — норму доходности, для чего может быть использован один из следующих подходов: историческая норма доходности; ожидаемая норма доходности (прогнозируемая норма доходности); требуемая норма доходности; гипотетическая (подразумеваемая) норма доходности — норма доходности, оцениваемая на основании фактической цены акции и ожидаемых денежных потоков субъекта хозяйствования. Проведенный анализ позволит выявить динамику стоимости собственных финансовых ресурсов в условиях финансового кризиса и посткризисного периода;
- 3) *кластеризация факторов стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования на основе анализа их приоритетов в управлении финансовой деятельностью* — о формировании устойчивых стоимостных приоритетов относительно определенных видов финансовых ресурсов, а также о влиянии неявных видов издержек может свидетельствовать статистическая проверка гипотез о выборе того или иного подхода к финансированию своей деятельности субъектов хозяйствования в Украине (теории компромисса, иерархии источников финансирования и т. д.). При этом такой анализ целесообразно осуществлять в разрезе отдельных категорий предприятий (крупных и средних), а также особенностей их структуры собственности.

Выявленные особенности механизма ценообразования стоимости финансовых ресурсов позволят обосновать основные приоритеты в совершенствовании, разработке и адаптации методов, инструментов и рычагов снижения стоимости финансирования на уровне отдельных субъектов хозяйствования.

С нашей точки зрения развитие указанного механизма возможно на основе совершенствования и разработки следующих его элементов: моделей оценки рыночных индикаторов стоимости финансовых ресурсов субъектов хозяйствования путем адапта-

ции используемых в мировой практике к условиям отечественного рынка капитала; методического подхода к оценке индикаторов слабых сигналов об изменении стоимости финансовых ресурсов субъекта хозяйствования с целью последующей корректировки принимаемых им финансовых и инвестиционных решений; модели определения целевой структуры финансовых ресурсов на основе предельных издержек долга с учетом финансовых ограничений.

Таким образом, представленная концепция выделяет в качестве отдельного объекта управления стоимость финансовых ресурсов, что позволяет научно обосновать инструментарий комплексного управленческого воздействия на один из основных детерминантов рыночной цены бизнеса. Данный подход делает возможным заострить внимание на проблемах, которые в наибольшей степени находят свое отражение в стоимости финансирования — проблеме агентских конфликтов и информационной асимметрии.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Мартышева Л. С. Финансова діяльність суб'єктів господарювання : [конспект лекцій] / Л. С. Мартышева, Л. О. Меренкова. — Х.: ВД «ИНЖЕК», 2006. — 184 с.
2. Кравчук О. М. Финансова діяльність суб'єктів підприємництва : [навч. посібник] / О. М. Кравчук, В. П. Лушук. — К.: Центр учбової літератури, 2010. — 510 с.
3. Поддерегин А. М. Финансы предприятий / А. М. Поддерегин. — К.: КНЕУ, 2000 — 267 с.
4. Ткачева А. В. Развитие системы управления капиталом коммерческой организации [Текст] : автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук: спец. 08.00.10 — финансы, денежное обращение и кредит / Анастасия Витальевна Ткачева. — Ростов н/Д : Копицентр, 2010. — 25 с.
5. Філіна Г. І. Финансова діяльність суб'єктів господарювання : [навчальний посібник] / Г. І. Філіна. — К.: Центр учбової літератури, 2007. — 320 с.
6. Стецюк П. А. Теорія і практика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств : [монографія] / П. А. Стецюк. — К.: ННЦ ІАЕ, 2008. — 386 с.
7. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.). — М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 1008 с.
8. Крувшиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Лутц Крувшиц. — СПб.: Питер. — 2000. — 400 с.
9. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вавочич; 12-е изд. — М.: «И. Д. Вильямс», 2008. — 1232 с.
10. Мартышева Л. С. Финансова діяльність суб'єктів господарювання : [конспект лекцій] / Л. С. Мартышева, Л. О. Меренкова. — Х.: ВД «ИНЖЕК», 2006. — 184 с.
11. Філіна Г. І. Финансова діяльність суб'єктів господарювання : [навчальний посібник] / Г. І. Філіна. — К.: Центр учбової літератури, 2007. — 320 с.
12. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент : учебник / И. Я. Лукасевич. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Эксмо, 2010. — 768 с.
13. Myers S. The capital structure puzzle / S. Myers // Journal of Finance. — 1984. — № 39. — P. 575-592.
14. Leary, M. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry [Электронный ресурс] / Leary M., Roberts M. — Working Paper, Cornell University and University of Pennsylvania. — 2007. — Режим доступа к статье: <http://ssrn.com/abstract=555805>. — Название с экрана.
15. Hennessy, C. A. Debt dynamics / C. A. Hennessy, T. A. Whited // Journal of Finance. — 2005. — № 60. — Pp. 1129-1165.
16. Ju, N. Horses and rabbits? Trade-off theory and optimal capital structure/ N. Ju, R. Parrino, A. M. Potoshman, M. S. Weisbach // Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 2005. — № 40. — Pp. 259-281.
17. Strebulaev I. A. Do tests of capital structure theory mean what they say? / I. A. Strebulaev // Journal of Finance. — 2007. — Volume: 62 Issue: 4. — Pp. 1747-1787.
18. Halov, N. Capital Structure, Risk and Asymmetric Information / N. Halov, F. Heider. — Working Paper. NYU et ECB. — 2005. — P. 1-56.
19. Myers, S. Still Searching for optimal Capital Structure / Stewart C. Myers // Journal of Applied Corporate Finance. — 1993. — № 6. — Pp. 4-14.
20. Morellec, E. Can managerial discretion explain observed leverage ratios? / E. Morellec // Review of Financial Studies. — 2004. — № 17. — Pp. 257-294.

21. Atkeson, A. A dynamic theory of optimal capital structure and executive compensation / A. Atkeson, H. Cole / Working paper. — NBER. — № 11083. — 2005.
22. Hu, J. Market timing and capital structure: Evidence from China / Jun Hu, Yan Yan-yang, Deng Ting // Journal of Finance Theory and Practice. — 2008. — № 3. — Pp. 7-10.
23. Wang, Z. Market timing in seasoned equity offerings with security issue regulation and its impact on capital structure / Z. Wang, Z. Wu-xiang, Z. Dong-Qing // Journal of Nankai Management Review. — 2007. — № 10. — Pp. 40-46.
24. Elliot, W. Market Timing and the Debt-Equity Choice / W. Elliot, J. Koeter-Kant, R. Warr // Journal of Financial Intermediation. — 2008. — № 17. — Pp. 175-197.
25. Dittmar, A. Why do firms issue equity? / A. Dittmar, A. Thakor // Journal of Finance. — 2007. — Volume 62, Number 1, February. — Pp. 1-54.
26. Bikhchandani, S. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades / Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer, Ivo Welch // Journal of Economic Perspectives. — 1998. — № 12:3. — Pp. 151-170.
27. Frank, M. Capital Structure Decisions [Электронный ресурс] / M. Frank, V. Goyal / AFA San Diego Meetings. — 2004. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=396020> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.396020>.

Представлено в редакцію 11.02.2013 р.