

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ ТЕОРІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

© Романів І.І., 2008

Проаналізовано розвиток теорії капіталу від Адама Сміта до поглядів сучасних зарубіжних та вітчизняних учених. Особливу увагу зосереджено на дискусійних питаннях теорії на прикладах теореми Модільяні–Міллера та системи поглядів Карла Маркса. Проаналізовано стан дослідження проблеми в межах вітчизняної наукової спільноти та запропоновано власний підхід до класифікації провідних напрямків у розвитку теорії капіталу.

In this article the progress in capital theory since Adam Smith and till contemporary studies is analysed. Controversial issues, e.g. Modigliani-Miller theorem and Marxist theory, are considered. The level of capital theory studies within domestic academic community is analysed. Original approach to the classification of leading trends in capital theory research is suggested.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Більшість вчених-економістів розпочинають дослідження теорії структури капіталу із аналізу праці видатних американських учених Франко Модільяні і Мертона Міллера (1958 р.), у якій йдеться про відсутність взаємозалежності між вартістю капіталу та комбінацією джерел його фінансування [1]. Стаття і справді слугувала поштовхом до активних наукових дискусій з приводу механізму формування капітальних ресурсів та характеру його впливу на показники фінансової ефективності підприємства. Попри це ми вважаємо за доцільне розпочати аналіз основ теорії капіталу із моменту зародження фінансово-кредитних відносин на основі взаємодії банківського та реального секторів економіки у Європі, США та країнах Азії. Поява доступного альтернативного власним коштам джерела залучення ресурсів сприяла зацікавленню практиків та теоретиків корпоративних фінансів у пошуку найефективнішої комбінації напрямків фінансування потреб підприємства у капіталі. Йдеться, зокрема, про термінові кредити та інші послуги фінансових посередників.

Цілі статті. Мета цієї публікації полягає у ґрунтовному аналізі теоретико-методологічних засад розвитку теорії структури капіталу із урахуванням реалій розвитку вітчизняної економіки. Систематизації та узагальнення в умовах сучасної економіки України та інших країн Центрально-Східної Європи вимагає, зокрема, система підходів до виокремлення кількісних та якісних характеристик капіталу як базового фактора виробництва не лише на рівні суб'єкта господарювання, а і на рівні національної економіки держави. Щоб здійснити якісні дослідження у галузі структури капітальних ресурсів та джерел їх залучення, необхідна усталена система понять, категорій та методів, про які йтиметься у цій публікації.

Аналіз досліджень і публікацій. Аналізуючи розвиток теорії капіталу, варто зосередити увагу на ідеях Карла Маркса. У його праці із однойменною назвою основну увагу зосереджено на сутності капіталу, його структурі та процесах накопичення. Маркс розглядає капітал як суму вартостей робочої сили та основних засобів. Основні засоби є пасивною формою капіталу, котра переносить свою вартість на готову продукцію лише завдяки поєднанню її із працею [3]. Тож капітал, з погляду Карла Маркса, – це уречевлена минула праця. Згідно з теорією капіталу німецького вченого, єдиним фактором виробництва, що здатний створювати додану вартість, є праця, тоді як засоби виробництва виключно переносять частину своєї вартості на кінцевий продукт. Маркс вперше говорить про органічну будову капіталу, розмежовуючи його на постійний та змінний. Постійним капіталом німецький економіст назвав основні засоби, оскільки ця складова капіталу, з його погляду, не може створювати доданої вартості [3]. Робоча сила є складовою змінного капіталу, оскільки створює додану вартість продукту.

Щодо визначення капіталу, німецький вчений пропонує декілька можливих варіантів трактування цього економічного явища. Капітал, за Марксом, – це вартість, що має здатність до самонарощування [3]. Теорія капіталу Карла Маркса ґрунтується на трудовій теорії вартості. Вартість капіталу вимірюється годинами витраченої на його формування праці. Про ціну капіталу у грошовому вимірі не йдеться, оскільки праця не є предметом купівлі–продажу. На думку Маркса, працівник отримує оплату не за працю, а за робочу силу як таку.

Незважаючи на те, що ідеї Маркса значною мірою ґрунтуються на реаліях XIX ст., вони слугували поштовхом для активних дискусій, зокрема в межах австрійської економічної школи. Базова відмінність у поглядах марксистів та засновників австрійської теорії капіталу полягає у аналізі принципів формування вартості. Тоді як Карл Маркс та ще до нього Адам Сміт відштовхувалися від постулатів трудової теорії вартості, Карл Менгер запропонував вдатися до грошового виміру ціни капіталу через вартість товарів кінцевого споживання [4]. Пряме заперечення теорії Маркса у такому випадку полягає у тому, що робоча сила австрійською школою не розглядається як базовий фактор виробництва, а решта – як пасивні. Карл Менгер та Ойген фон Бем-Баверк визначали капітал як суму вартостей проміжних продуктів, що з'являються на окремих стадіях непрямого процесу виробництва [4]. Тож вчені започаткували так звану позитивну теорію капіталу, згідно з якою вартість капітальних ресурсів можна обчислити у грошовому еквіваленті на основі взаємодії ринкових сил.

Маркс вважав, що норму доданої вартості доцільно обчислювати як співвідношення доданої вартості до вартості змінного капіталу, а саме до величини виплаченої робітникам заробітної плати. У розглянутому підході весь інвестований капітал не фігурує, оскільки, згідно з теорією Маркса, витрати на купівлю засобів виробництва не створюють доданої вартості. Це твердження, зокрема, викликало критику з боку О. Бем-Баверка, котрий справедливо відзначив, що товари на ринку насправді обмінюються не на основі суми уречевленої в них праці [5]. Ціна ґрунтується передусім на взаємодії попиту та пропозиції на продукт, а також значною мірою на собівартості пропонуваного блага із урахуванням затрат всіх факторів, задіяних в процесі виробництва.

Те саме стосується і принципів визначення норми прибутку, що, з погляду теорії Маркса, залежить від структурного співвідношення постійного та змінного капіталу у виробництві відповідного товару. Так вчений дійшов висновку про те, що якщо рівні за величиною капітали характеризуються різним співвідношенням постійної та змінної складових, то вони повинні генерувати різні за розміром прибутки [5].

Бем-Баверк виокремлює ще одне протиріччя у теорії капіталу Маркса. Зокрема, німецький вчений аналізує рух капіталу між галузями економіки і доходить висновку, що у результаті мобільності цього фактора виробництва та конкуренції на ринку відбувається вирівнювання норм прибутку між галузями

[5]. Проте ця теза суперечить попередньо запропонованому Марксом твердженню про те, що вартість товарів визначається середньою кількістю праці, витраченою на їхнє виготовлення. Можливість вирівнювання прибутковості капітальних інвестицій з'являється лише в разі коливань вартості товарів, що є неможливим за фіксованих витрат праці на їхнє виготовлення.

Отже, бачимо, що після Маркса світова економічна думка у сфері теорії капіталу почала розвиватися у напрямку відкидання трудової теорії вартості на користь концепції зростання граничних витрат та множинності джерел доходів власника факторів виробництва.

Попри певне ідеологічне забарвлення та високий ступінь суперечливості, погляди Маркса та його послідовників формують важливий етап у розвитку теорії капіталу, особливо беручи до уваги практичну реалізацію постулатів вченого в межах командно-адміністративної системи господарювання Радянського Союзу.

До середини ХХ сторіччя питання структури капіталу підприємства в економічній думці переважно розглядалося щодо економічної системи держави, тобто на макрорівні. Така тенденція була зумовлена структурними особливостями економік провідних країн світу та спрямованістю економічної думки на задоволення потреб державного апарату у рекомендаціях щодо напрямків реформування національної економіки.

Із розвитком фондових ринків, зростанням множинності джерел залучення капіталу та підвищенням рівня впливу суб'єктів господарювання як автономних одиниць на розвиток національних економічних систем у теорії капіталу відбулася зміна напрямків розвитку теорії капіталу з макро- на мікрорівень. Зокрема, почало широко застосовуватися поняття «фінансового важеля» та було розроблено першу теоретичну систему, що визначала взаємозалежність вартості капіталу та його структури. Авторами відповідного дослідження є американські вчені Франко Модільяні та Мертон Міллер. У своїй праці під назвою «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестування» вони дійшли висновку про те, що вартість підприємства визначається виключно його майбутніми доходами та не залежить від вибору джерел фінансування капіталу [6]. Це була одна із перших спроб проаналізувати боргову політику суб'єктів господарювання з погляду їхніх власних корпоративних цілей. Автори концепції стверджують, що за умов виконання базових припущень моделі зміна співвідношення боргового капіталу підприємства до власного не матиме жодного впливу на його вартість. Висновки вчених ґрунтуються на ідеї арбітражних операцій та припущенні про існування ідеальних ринків капіталу, що не враховує оподаткування.

Одним із важливих висновків із теореми Модільяні–Міллера є міркування про те, що вибір політики фінансування не впливає на ринкову вартість фірми у разі, якщо не визначає ймовірного розподілу грошових потоків від її операційної діяльності. Припущення, зроблені авторами, дали змогу довести, що ефективність роботи суб'єкта господарювання залежить виключно від рішень менеджменту про напрямки використання активів, а не про те, як профінансувати потребу у цих активах.

Загалом підходи, що належать до першої хвилі позитивних теорій капіталу, здебільшого ґрунтуються на міркуваннях арбітражного характеру. Йдеться про те, що для того, щоб рішення про зміну структури джерел фінансування мали вплив на ринкову вартість підприємства, потрібно, щоб існувала можливість арбітражу. Оскільки існування таких можливостей несумісне із ідеєю рівноваги в концепції ефективних ринків капіталу, прихильники теореми Модільяні–Міллера роблять висновок про те, що комбінація джерел залучення коштів не впливає на ринкову вартість підприємства.

Незважаючи на високий ступінь абстрагування від реальних умов функціонування підприємств, модель Модільяні–Міллера стала наріжним каменем у розвитку сучасної теорії капіталу. Після появи згаданої статті розгорнулася цікава дискусія щодо вірогідності припущень, що лягли в основу моделі. Модільяні і Міллер, зокрема, припускали, що підприємства не сплачують податків, відсутні трансакційні витрати, пов'язані із залученням капіталу та процедурою банк-

рутства, немає асиметрії інформації на ринку капіталу тощо. Зробивши перше із наведених припущень, автори моделі, на думку критиків, відкинули податковий щит як перевагу залучення боргового капіталу. За результатами дискусії Модільяні та Міллер опублікували нову працю, у якій йшлося про відмову від згаданого припущення. Вони також визнали, що, якщо взяти до уваги той факт, що в разі залучення позикових коштів, відсотки, які сплачує підприємство, не підлягають оподаткуванню, треба визнати, що структура капіталу все-таки чинить вплив на вартість підприємства. Теоретики та практики фінансового менеджменту на сучасному етапі його розвитку вважають оподаткування одним із вагомих чинників прийняття рішень щодо формування капіталу підприємств. Однак необхідно також враховувати загальну корпоративну стратегію підприємства та його зобов'язання перед акціонерами. Одним із прихильників таких міркувань є американський фінансист, фінансовий директор компанії «Норфолк Сазерн», Хенк Вулф [6].

Для того, щоб систематизувати погляди сучасних вчених-економістів у сфері прийняття рішень щодо формування капіталу підприємств, проаналізуємо критику решти припущень моделі Модільяні–Міллера.

У 70-х роках ХХ ст. у США розпочалася доба масштабних поглинань, більшість із яких здійснювалися за рахунок кредитного капіталу. Оскільки так, на думку деяких дослідників, використання позичкового капіталу дає змогу збільшити ринкову вартість підприємства, висновки моделі Модільяні–Міллера знову було поставлено під сумнів. Майкл Єнсен та Вільям Меклінг опублікували результати дослідження, котре показало позитивний вплив боргового капіталу на вартість підприємства [7]. Вчені зробили висновок про те, що операційні та інвестиційні рішення, а також величина грошових потоків підприємства залежать від структури його капіталу. Так було започатковано так звану теорію агентських витрат, котра не втрачає актуальності і нині.

Якщо відкинути припущення моделі Модільяні–Міллера про повну довіру між інвесторами та менеджментом підприємства та припустити, що на ринку капіталу існує асиметрія інформації, можна отримати висновок про релевантність структури капіталу для формування вартості підприємства. Зокрема, ідеться про так звану інсайдерську перевагу, що належить менеджменту підприємства, котрий володіє більшою кількістю інформації порівняно з іншими суб'єктами, що діють на ринку капіталу [7]. З огляду на те, що потенційним інвесторам відомо про нерівномірний розподіл інформації, зростає вартість залучення акціонерного капіталу, а це, залежно від структури капіталу, впливає на вартість підприємства загалом.

З іншого боку, якщо врахувати витрати, пов'язані із ризиком банкрутства, це значною мірою обмежує можливість залучення боргових коштів. Автор цієї концепції Стюарт Маєрс заклав основи нового напрямку у розвитку теорії капіталу.

Основний матеріал дослідження. Якщо структурувати теоретичні підходи до закономірностей формування капіталу, можна виокремити два великі періоди розвитку теорії у цьому напрямку – перший охоплює концепції класиків економічної думки, що зосереджували увагу на аналізі макро-економічних аспектів фінансування потреб в коштах з позиції національної економіки, тоді як другий складається з поглядів Модільяні та Міллера, їхніх послідовників та критиків (див. рис. 1).

Попри критику, теорема Модільяні–Міллера не втрачає актуальності. Чимало вчених та практиків сходяться на думці, що тоді як оптимізація структури капіталу викликає деяке зростання вартості підприємства, основним двигуном ефективного функціонування суб'єкта господарювання є стратегія менеджменту. Комбінація джерел фінансування є результатом вибору певної корпоративної стратегії, а не навпаки. Особливо це стосується компаній, що працюють у сфері високих технологій. Ліва частина балансу таких підприємств, а саме вартість його товарів і послуг, технології та позиції на ринку, на думку багатьох сучасних дослідників, визначає ринкову вартість суб'єкта господарювання як єдиного цілого.

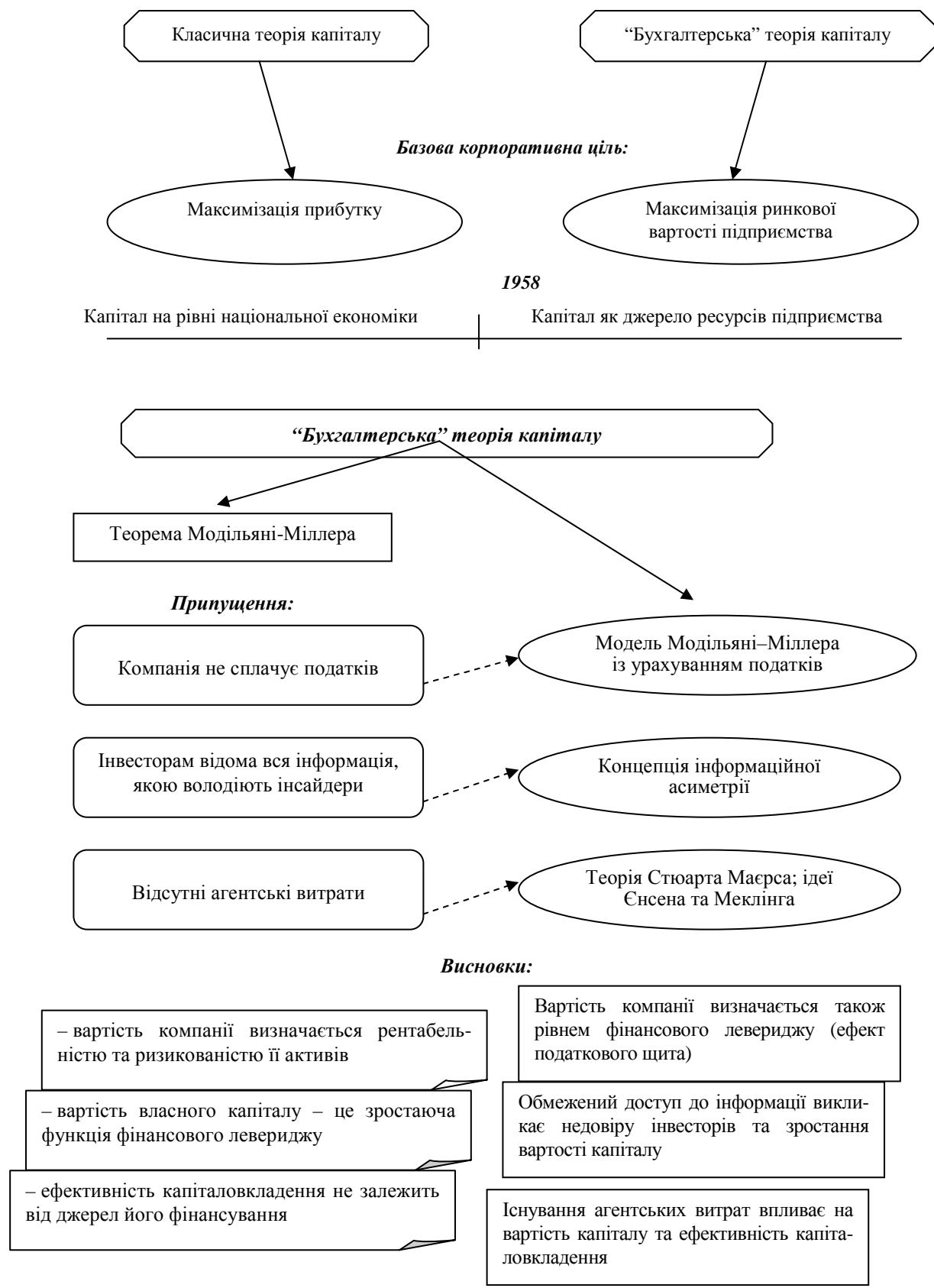


Рис. 1. Класифікація напрямків розвитку теорії капіталу

Радянські дослідники не звертали особливої уваги на закономірності функціонування механізму залучення коштів на формування основних фондів у промисловості. Оскільки діяв плановий спосіб виробництва, усе що з ним пов'язане, зокрема фінансування потреб у капітальних ресурсах, вирішувалося на пленумах ЦК КПРС. Підприємства не були зацікавлені у підвищенні рівня продуктивності капіталу та не мали впливу на вибір джерел його фінансування.

Деякі зрушення у сфері теорії і практики формування капіталу підприємств у радянській економіці відбулися в середині 60-х – на початку 70-х років. У цей час у документах, що були покликані обґрунтувати та розтлумачити зміст економічної реформи, ініційованої ЦК КПРС, йшлося про необхідність оптимізації «...пропорцій різних джерел фінансування...» [9, с. 6] основного капіталу.

Під джерелами залучення коштів мали на увазі передовсім централізовані та внутрішньогосподарські (госпрозрахункові) бюджетні асигнування. Зміна їх співвідношення, на думку авторів економічної реформи, повинна була викликати підвищення ефективності використання продуктивних ресурсів підприємства. Кошти передусім повинні були спрямовуватися на технічне переоснащення підприємств, з огляду на високий ступінь зношення обладнання.

В одній із доповідей про стан важкої промисловості в УРСР, зокрема, йдеться про те, що станом на 1970 р. середній рівень зношення основних фондів металургійних підприємств України становив 33,5 % [9, с. 26]. На нашу думку, офіційна статистика істотно занижувала показники ступеня морального застаріння машин та устаткування, що перебувало у розпорядженні радянських фабрик і заводів. Відповідно оцінка потреб у коштах, необхідних для вдосконалення та оновлення технічної бази теж істотно занижувалася. Попри це спрямованість на оптимізацію співвідношення джерел фінансування капіталу можна вважати значним досягненням радянської економічної думки.

В умовах планової економічної системи СРСР суб'єкти господарювання мали у своєму розпорядженні такі три різновиди джерел фінансування:

- а) централізовані;
- б) внутрішньогосподарські (госпрозрахункові);
- в) позичкові.

У структурі джерел фінансування технічного розвитку підприємств важкої промисловості УРСР в період проведення економічної реформи (1963–1969 рр.) переважали асигнування із центрального бюджету, що становили близько 81 % від загального обсягу залучених коштів (див. рис. 2) [10]. Тоді як решта напрямків залучення коштів, зокрема, госпрозрахункові або внутрішні джерела відігравали другорядну роль.

До внутрішніх ресурсів підприємства, які згідно з держпланом можна було використовувати для фінансування потреб в основному капіталі, належали:

- фонд підприємства;
- фонд розвитку виробництва;
- фонд соціальних та культурних заходів;
- амортизаційні відрахування на капітальний ремонт;
- інші (фонд соціалістичного змагання тощо).

Єдиним джерелом позичкових коштів були державні банки. Згідно з інструкціями, підприємства мали право залучати кредитні ресурси лише в разі недостатності засобів з фонду розвитку виробництва.

«Активне» залучення кредитних ресурсів для фінансування потреб промисловості у коштах вважалося одним із основних досягнень економічної реформи середини 60-х років ХХ ст. У статистичних звітах та доповідях фігурують частки позичкових ресурсів не у загальній структурі джерел фінансування, а у структурі нецентралізованих капіталовкладень. Станом на середину 70-х останній показник для промислових підприємств СРСР досяг 30 %, тоді як перший перебував на рівні 3 % [11].

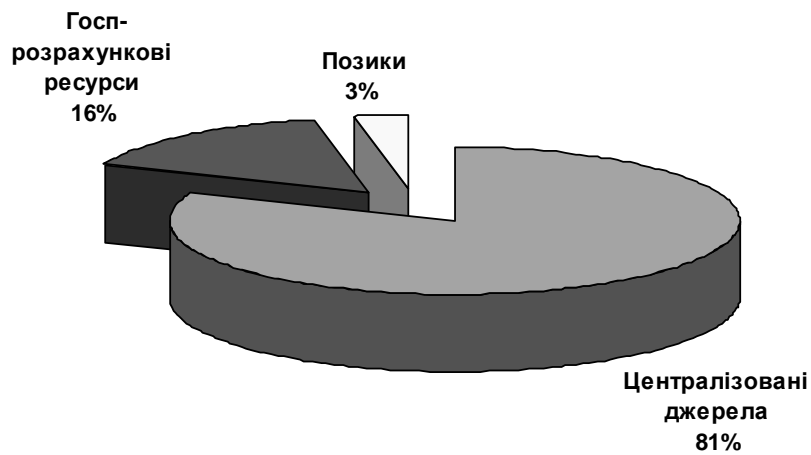


Рис. 2. Структура джерел фінансування технічного розвитку підприємств важкої промисловості УРСР у 1963–1969 рр. [10]

Необхідність використання банківської позики радянські вчені виправдовували часовим аспектом капіталовкладень. Оскільки потреба суб'єкта господарювання у коштах часто випереджає у часі нарахування у фонд розвитку виробництва, що виконували функцію основного внутрішнього джерела залучення капіталу, боргові ресурси можна використати для коригування невідповідностей у грошових потоках.

Серед основних недоліків системи кредитування промисловості в умовах радянської економіки можна назвати складність отримання великих за розміром кредитів. Розгляд доцільності їхнього надання здійснювався на республіканському, а то й на загальносоюзному рівні, що забирало багато часу і часто закінчувалося не на користь підприємства. Крім того, кредити мали виключно цільовий характер. Підприємство мало можливість отримати позику виключно на цілі, передбачені чинною на той час системою кредитування та на основі попередньої заявки. Боргові ресурси не могли бути спрямовані на будівництво нових чи повну реконструкцію діючих підприємств. Для цього виділялися кошти із центрального бюджету. А кредит підприємство могло взяти на термін до 6 років [12]. Середній термін погашення кредитів становив 2–3 роки. Цей показник розраховували на основі економічної ефективності напрямків використання коштів. Під економічною ефективністю розуміли термін окупності капіталовкладення. Принцип обчислення цього показника зводився до розрахунку приросту випуску продукції та економії коштів, отриманих за рахунок технологічного нововведення, у співвідношенні до розміру залучених коштів.

Варто також зазначити, що використання кредитних ресурсів обходилося радянським підприємствам дешевше порівняно із залученням коштів із централізованих фондів. Необхідною умовою надання позики було обґрунтування економічної доцільності капіталовкладення, тоді як у разі використання бюджетних асигнувань така вимога була відсутня. Якщо вважати кошти, отримані із центрального бюджету, внутрішніми ресурсами підприємства, то політика формування капіталу в умовах командно-адміністративної економічної системи СРСР є своєрідним підтвердженням сучасної теорії компромісних рішень. В обох випадках дешевше залучати кошти ззовні, аніж використовувати для фінансування потреб у капіталі власні.

Підсумовуючи аналіз політики формування капіталу радянських підприємств, доцільно відзначити, що залучення кредитних ресурсів мало короткостроковий характер. Це не давало змоги максимізувати продуктивність ресурсів та обмежувало свободу підприємств у напрямках використання залучених коштів. Крім того, розмір позики залежав від розмірів фонду розвитку виробництва, що становив близько 1,5 % від вартості основного капіталу підприємства [12]. Прибуток протягом тривалого часу взагалі забороняли спрямовувати для погашення отриманих позик. Це також негативно позначалося на практиці використання коштів.

Фактично позичкові кошти в реаліях планової економіки СРСР мало відрізнялися від централізованих джерел фінансування капіталу підприємств. Тому говорити про диверсифікацію напрямків залучення коштів недоцільно. Проте аналіз політики формування капіталу радянських підприємств важливий з погляду спадковості культурно-психологічних рис фінансового менеджменту. Останній як такий не існував в умовах централізованого управління усіма сферами діяльності підприємства, проте на початку 90-х сформувався саме на основі існуючої практики прийняття рішень. Для аналізу сучасних закономірностей вибору джерел фінансування потреб у капіталі підприємствами ЦСЄ доцільно врахувати їхній досвід з часів п'ятирічних планів та активної побудови комуністичних засад господарювання.

За умов командно-адміністративної економіки радянського типу нагромадження продуктивного капіталу було неможливим. З огляду на централізований розподіл та перерозподіл ресурсів суб'єкти господарювання фактично позбавлялися будь-яких залишкових коштів та стимулів для ефективного використання наявного капіталу.

На ринках країн Східної Європи та, зокрема, в Україні, і досі спостерігається дефіцит фінансових та кредитних ресурсів. Нарощування основного капіталу потребує значного стимулювання з боку держави. Інакше неможливо досягти високих темпів економічного зростання та підвищити ефективність процесів розширеного відтворення.

Загалом варто відзначити, що вчені поки що не досягли однотайності у трактуванні структури капіталу як фактора ефективності суб'єкта господарювання та чинників, що впливають на вибір джерел фінансування потреб у капіталі.

Сьогодні активно розвиваються два основні напрямки теорії капіталу – це теорія компромісних рішень (модифікований варіант теореми Модільяні–Міллера) та модель субординації джерел фінансування із чіткою ієрархією напрямків залучення коштів. Це концепції «правої частини балансу», оскільки їхні прихильники визнають вплив структури капіталу на його вартість. Американський учений-економіст Майкл Пінегар належить до опозиційного теоретико-практичного напрямку, а саме до прихильників концепції «лівої частини балансу». Саме на основі протистояння цих двох систем поступово виникає потреба чіткого визначення мети фінансового менеджменту та врахування психологічних чинників, що впливають на прийняття рішень. На нашу думку, має зміст визначення широкого кола факторів вибору джерел фінансування від макроекономічних до культурно-психологічних. Це дасть можливість зрозуміти закономірності функціонування ринків капіталу та визначити оптимальну поведінку суб'єкта господарювання в процесі взаємодії із ними.

Наступним етапом у розвитку теорії капіталу в контексті теорії фірми, ймовірно, буде дискусія навколо чіткого формулювання корпоративних цілей, адже саме вони великою мірою визначають політику підприємства у всіх сферах його діяльності. Фінансовий менеджмент не є винятком.

У вітчизняній економічній думці ідея формування та використання капітальних ресурсів зародилася ще наприкінці XIX ст. у працях Михайла Туган-Барановського. Досліджуючи природу економічних криз, вчений дійшов висновку про те, що диспропорційність розміщення капіталу є однією із їхніх причин [13]. Отже, ефективність використання капітальних ресурсів вже у цей час розглядалася як вагомий чинник зростання національної економіки держави.

В УРСР економічна думка була надто заполітизованою, щоб висувати прогресивні ідеї, та була здебільшого спрямована на обґрунтування рішень міністерств замість підготовки їх прийняття. Поодинокі згадки про ефективність формування основних фондів підприємств можна відшукати у щорічних звітах Держплану УРСР. У реаліях планової економіки питання формування капітальних ресурсів втратило свою актуальність з огляду на виключно державний тип власності та функціонування підприємств згідно з розпорядженнями міністерств та відомств.

На початку 90-х актуалізувалась проблема первинного нагромадження капіталу та ефективного перерозподілу корпоративних прав власності. У спадок від радянської системи колишнім республікам дісталися зношена капітальна база та відсутність досвіду у формуванні ефективної

структури капіталу підприємств. Не існували активні ринки капіталу, фінансові системи нових незалежних держав перебували у зародковому стані. В цей період стали зароджуватися основи вітчизняної теорії фінансового менеджменту та корпоративних фінансів.

Сучасна економічна думка України у сфері теорії капіталу уособлена такими дослідниками, як І. Бланк, В. Геєць, А. Гриценко, С. Захарін, В. Столяров, О. Петровська та інші. Відбувається поступова переорієнтація із макроекономічного аналізу валового нагромадження основного капіталу на рівень суб'єкта господарювання. Водночас більшість досліджень стосується аналізу загальнодержавних тенденцій формування основних та оборотних фондів підприємств. Переважає системний з елементами структурного метод аналізу [14;15]. Робляться спроби розробити механізм визначення оптимальної структури капіталу вітчизняних підприємств, зокрема, на основі витратного підходу [16]. Отже, більшість вітчизняних вчених-економістів є прихильниками концепції «правої частини балансу», тобто вважають, що між структурою капіталу та показниками ефективності підприємства існує безпосередній зв'язок. С. Захарін, зокрема, вважає, що «..нагромадження основного капіталу є функцією продуктивності економіки» [14], проте цей процес у умовах вітчизняного бізнес-середовища вимагає активізації з розширенням бази зовнішніх джерел фінансування. Вчений наголошує на існуванні великої кількості інституційних та психологічних перешкод на шляху зближення інтересів реального сектора та банківської системи України. Існують невирішені проблеми і у сфері законодавчого визначення принципів нарахування амортизації як джерела залучення коштів.

З іншого боку, існує думка про те, що базовою перешкодою на шляху продуктивнішого використання банківських позик для фінансування потреб у капіталі є низький рівень рентабельності основних фондів, що не дає змоги покрити витрати на залучення позичкових коштів [14]. З цього приводу відзначимо, що рівень відсоткових ставок та вимог до позичальників в Україні порівняно високий, що також обмежує доступ вітчизняних підприємств до фінансових ресурсів банків.

Чимало дослідників сходяться на думці, що вітчизняні фірми відчувають дефіцит як власного, так і позичкового капіталу. При цьому самофінансування повинно залишатися основою інвестиційних процесів.

Серед чинників, що негативно впливають на обсяги доступних із внутрішніх джерел фінансування коштів, зокрема, треба відзначити недосконалий механізм нарахування амортизації, інституційне середовище та високий рівень тінізації економіки. Останній фактор обмежує також доступ суб'єктів господарювання до зовнішніх джерел залучення коштів. Результати емпіричних досліджень [14] показують, що комерційні структури, особливо великі підприємства, не хочуть розкривати інформацію про свою діяльність, тому використовують послуги фінансового ринку у дуже обмеженому обсязі.

Розробляючи стратегії оптимізації структури капіталу вітчизняних підприємств, треба також враховувати особливості первісного нагромадження коштів суб'єктами господарювання. Цієї проблеми стосуються праці В. Баліцької, О. Бандурки, Н. Дзюби [17], С. Половникової, А. Бикової [18].

Перед тим як перейти до аналізу особливостей формування капіталу підприємств, треба розібратися із принципами розмежування джерел залучення коштів. В українській економічній думці існують принаймні чотири підходи до класифікації напрямків формування капітальних ресурсів підприємства. В основі розмежування цих підходів лежить трактування авторами поняття “власні джерела фінансування”. Зокрема, згідно з першим підходом, до джерел самофінансування належать чистий прибуток та амортизаційні відрахування. Прихильники другого підходу стверджують, що до власних джерел фінансування можна віднести інвестиції власників та чистий прибуток, тобто виключно ресурси, відображені в балансі підприємства як власний капітал [19]. Згідно з третім підходом додатковими джерелами самофінансування вважають сформовані на підприємстві резерви, а також його кредиторську заборгованість. В. Столяров та Н. Любенко пропонують ускладненішу класифікацію джерел фінансування капітальних ресурсів (див. таблицю) [19].

На нашу думку, в основі цієї класифікації лежить спосіб залучення ресурсів з погляду переходу права власності на них. Якщо у разі самофінансування капітал переходить у повну власність суб'єкта господарювання на безповоротній основі, то фінансове кредитування передбачає повернення залучених коштів кредитору. До цієї класифікації доцільно також додати факторинг та лізинг. Перше джерело залучення коштів, якщо дотримуватися логіки наведеної класифікації, належить до комерційного самофінансування, тоді як лізинг швидше належить до фінансового кредитування, хоча залежно від форми також може бути складовою комерційного кредитування.

Класифікація джерел приросту фінансових ресурсів підприємства [19]

№ з/п	Група джерел приросту фінансових ресурсів підприємства	Складові
1	Чисте внутрішнє самофінансування	– чистий прибуток; – нарахована амортизація
2	Корпоративне самофінансування	– надходження від власників; – результати інших операцій, що ведуть до змін у власному капіталі;
3	Комерційне самофінансування	– кредиторська заборгованість
4	Фінансове кредитування	– кредити банків та інших фінансових установ

Висновки та перспективи подальших досліджень. Дотичними до теорії формування капіталу є дослідження, спрямовані на аналіз функціонування фінансової системи України та особливості його взаємодії із реальним сектором економіки

Грунтовнішого аналізу вимагає, зокрема, проблема залучення зовнішніх джерел фінансування та інституційного забезпечення продуктивної взаємодії реального та фінансового секторів економіки. Дослідження потребує також ринок фінансових послуг на предмет його відповідності потребам вітчизняних суб'єктів господарювання.

Один із сучасних теоретиків фінансового менеджменту І. Бланк пропонує поділити усі концепції структури капіталу на чотири основні напрямки [20]:

- традиційна концепція;
- концепція індиферентності структури капіталу;
- компромісна концепція;
- концепція протиріччя інтересів.

На нашу думку, виокремлення традиційної концепції є доволі суперечливим. Крім того, до наведеного переліку доцільно додати концепцію субординації джерел фінансування Г. Дональдсона. Окрім принципових відмінностей з приводу можливості формування оптимальної структури капіталу, наведені концепції відрізняються за підходом до визначення співвідношення вартості власного та залученого капіталу. З погляду Дональдсона, зовнішні джерела фінансування є дорожчими порівняно із нерозподіленим прибутком чи амортизаційними відрахуваннями підприємства [21], тоді як решта підходів ґрунтуються на міркуванні про те, що вартість власного капіталу перевищує вартість залучених коштів. Можливо, з огляду на таку принципову відмінність теорії субординації джерел фінансування від решти концепцій її не було внесено до вищезгаданої класифікації.

Крім того, важливу роль у кристалізації якісного теоретико-методологічного підходу до формування капітальних ресурсів вітчизняних підприємств відіграє система стандартів бухгал-

терського обліку, орієнтована на потреби суб'єкта господарювання. Її розробка та відносна стабільність повинні сприяти підвищенню ефективності капітал-менеджменту та конкурентоспроможності вітчизняних підприємств.

1. Gifford D.J. *After the Revolution* // *CFO Magazine*. – 1998. – July, 01. – P.34–58.
2. Блауз М. *Економічна теорія у ретроспективі* / пер. з англ. – К.: Основи, 2001. – С.584–625.
3. Маркс К., Энгельс Ф. *Сочинения*. – 2-е изд. – М., 1955–73.
4. De Bornier J.M. *Comparing Menger and Böhm-Bawerk on Capital Theory*. – Marseilles: UPCAM, 2004. – 19 p.
5. Бём-Баверк О. *Критика теории Маркса*. – М., Челябинск: Социум, 2002. – 283 с.
6. Gifford D.J. *After the Revolution* // *CFO Magazine*. – 1998. – July, 01. – P.34–58.
7. Jensen M.C., Meckling W.H. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*//*Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3. – №. 4. – P. 305–360.
8. Pinegar M., Wilbricht L. *What Managers Think About Capital Structure Theory: A Survey* // *Financial Management*. – 1989. – P.82–91.
9. Антекаръ С.С. *Эффективность использования фонда развития производства и кредитов Госбанка на металлургических предприятиях УРСР*. – К, 1971.
10. *Проблемы планирования и эффективности использования капитальных вложений* / Под. ред. М.Н. Середенко. – К, 1973. – 104 с.
11. Верба П.И. *Роль кредита в развитии промышленности совнархозов. На материалах УРСР*. – Харьков, 1972. – 156 с.
12. Хромов А.А. *Формирование основных фондов промышленности в условиях хозяйственной реформы*. – К: Наукова думка, 1971. – 76 с.
13. Злупко С. М. *Основи історії економічної теорії: Навч. посібник*. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, 2001. – 264 с.
14. Захарін С.В. *Інвестиційне забезпечення відтворення основних фондів* // *Економіка України*. – 2007. – № 5. – С.43–51.
15. Попова В., Попов В. *Підсумки та напрями інвестиційної політики в Україні* // *Економіка України*. – 2007. – № 5. – С.35–41.
16. Довбня С.Б., Ковзель К.А. *Модель комплексної оптимізації фінансування підприємства* // *Фінанси України*. – 2006. – № 5. – С.65–74.
17. Бандурка О.М., Дзюба Н.В. *Первісне нагромадження капіталу в економіці України*. – Харків: Видавництво національного університету внутрішніх справ, 2003. – 196 с.
18. Половникова С.Ю., Бикова А.Л. *Нагромадження капіталу як економічна категорія* // *Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць*. – Вип. 203: В 4-х т. – Т. 1. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2005. – С.187–193.
19. Столяров В.Ф., Любенко Н.М. *Методологія аналітичних оцінок процесів формування фінансових ресурсів на підприємствах виробничої сфери* // *Фінанси України*. – 2007. – № 11. – С.110–118.
20. Бланк И.А. *Управление формированием капитала*. – К.: Ника-Центр, 2000. – 512 с.
21. Ван Хорн Дж. К. *Основы управления финансами* / Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.