

Терещенко О.О.

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу
ДВНЗ «Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана»

Конєва Т.А.

кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і кредиту
Чорноморського національного університету імені Петра Могили

Tereshchenko Oleg

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

Konieva Tetiana

Petro Mohyla Black Sea National University

ФОРМАЛІЗАЦІЯ КРИТЕРІЇВ ПОЛІТИКИ ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВА

FORMALIZATION OF CRITERIA FOR ENTERPRISE FINANCING POLICY

Метою статті є емпіричний аналіз вибіркової сукупності європейських компаній для формалізації методики визначення консервативності (помірності, агресивності) політики фінансування та полегшення ідентифікації наслідків її впливу на фінансові параметри підприємств. Аналіз співвідношення чистого робочого капіталу та оборотних активів 110 компаній за 2013–2018 рр. виявив певні закономірності та дав змогу сформулювати критерії диференціації підприємств залежно від виду політики фінансування. Компанії, в яких частка чистого робочого капіталу становить 60–100% оборотних активів, класифіковано як такі, що реалізують консервативну політику; 40–59% – помірну політику фінансування; 0–39% – агресивну політику. У разі, коли в компанії від'ємне значення чистого робочого капіталу, вона характеризується суперагресивною політикою фінансування. Встановлено, що кожний вид політики має різні варіанти реалізації залежно від структури капіталу. Мають місце консервативна, помірна та агресивна політики фінансування європейських компаній із високим рівнем фінансової автономії чи, навпаки, із низькою часткою чистих активів або взагалі від'ємною їх величиною.

Ключові слова: структура капіталу, консервативна (помірна, агресивна, суперагресивна) політика фінансування, чистий робочий капітал, оборотні активи, власний капітал.

Целью статьи является эмпирический анализ выборочной совокупности европейских компаний для формализации критериев методики определения консервативности (умеренности, агрессивности) политики финансирования и улучшения идентификации последствий ее влияния на финансовые параметры предприятий. Анализ соотношения чистого рабочего капитала и оборотных активов 110 компаний за 2013–2018 гг. выявил определенные закономерности и позволил сформулировать критерии дифференциации предприятий в зависимости от вида политики финансирования. Компании, у которых доля чистого рабочего капитала составляет 60–100% оборотных активов, классифицированы как такие, что реализуют консервативную политику; 40–59% – умеренную политику финансирования; 0–39% – агрессивную политику. В случае, когда у компании отрицательное значение чистого рабочего капитала, она характеризуется суперагрессивной политикой финансирования. Установлено, что каждый вид политики финансирования имеет разные варианты реализации в зависимости от структуры капитала. Имеют место консервативная, умеренная и агрессивная политики финансирования европейских компаний с высоким уровнем финансовой автономии или, наоборот, с низкой долей чистых активов либо вообще отрицательной их величиной.

Ключевые слова: структура капитала, консервативная (умеренная, агрессивная, суперагрессивная) политика финансирования, чистый рабочий капитал, оборотные активы, собственный капитал.

This article reviews the problem of the financing sources structure of European companies in terms of their observance of the golden rule of financing. This rule requires matching the terms for which the capital is invested and the terms for which it is mobilized. The level of compliance with this rule determines the type of enterprise financing policy (conservative, moderate, aggressive). The purpose of this investigation is an empirical analyses of a sample of European companies to formalize the methodology for determining the conservativeness (moderation, aggressiveness) of financing policy and to facilitate the identification of the effects of its impact on the financial parameters of enterprises. During the study the dynamics of the net working capital of 110 European companies for 2013–2018, representing agriculture, processing and construction industry, was analysed. Analysis of the ratio of net working capital to current assets revealed certain patterns in the implementation of different types of financing policies and allowed to formulate criteria for differentiation of enterprises depending on this. Thus, companies with a net working capital ratio of 60–100% current assets are classified as having a conservative policy; 40–59% – moderate financing policy; 0–39% – aggressive policy. In the case, where the company has a negative value of net working capital, firm is characterised by super-aggressive financing policy. It is established that each type of financing policy has different variants of implementation depending on the capital structure. 97% of cases of conservative policy and 82% of moderate policy have the equity-to-capital ratio above 40%. Half of the sample of companies with aggressive policy and 43% with super-aggressive one maintain a high level of financial autonomy. At the same time, there are variants of each type of financing policy of European companies with low ratio of net assets or even their negative value. The increasing of the risk and financial strain therefore may be partially compensate by long-term debt attraction. This research formalized the key positions of the methodology of determining the type of enterprise financing policy.

Key words: capital structure, conservative (moderate, aggressive, super-aggressive) financing policy, net working capital, current assets, equity.

Постановка проблеми. Політика фінансування пов'язана із формуванням структури капіталу підприємств. Вона сфокусована на питаннях частки поточного та довгострокового боргу у покритті потреби в капіталі для фінансування активів загалом та окремих їх складників. Залежно від цілей та базових показників, які покладено в основу визначення структури капіталу, у науково-практичній літературі знаходимо різні класифікації політики фінансування. Так, відомі німецькі науковці Ральф Дітріх та Штефан Діркес виокремлюють політику автономного та вартість-залежного фінансування. Перша передбачає фіксацію у плановому періоді абсолютної величини платного боргового капіталу, однак структура капіталу залишається невизначеною. Політика вартість-залежного фінансування передбачає детерміністично визначену частку боргового капіталу у ринковій вартості підприємства протягом планового періоду [1]. Такий підхід широко використовується у процесі фінансових прогнозів у межах оцінки вартості компаній, однак зазначені критерії не дають змоги оцінити вплив вибраної політики фінансування на ліквідність та платоспроможність підприємств.

Інший підхід до класифікації політики фінансування знаходимо у працях С. Росса, Р. Вестрефілда та Б. Джордана, які залежно від частки короткострокового боргового капіталу у змінних та постійних оборотних активах виокремлюють ідеальну, гнучку (flexible), компромісну (compromise) та обмежувальну (restrictive) політику [2]. У Ю. Брігхема – це

консервативна, помірна та агресивна політики фінансування [3]. Р. Брейлі, С. Майерс, А. Маркус розрізняють альтернативні підходи до фінансування у вигляді розслабленої стратегії (relaxed strategy), середньої (middle-of-the-road policy) та обмежувальної (restrictive) політики [4]. Зазначені підходи до визначення політики фінансування передбачають наявність каузальних зв'язків між джерелами фінансування та структурою активів.

Однак у разі спроби ідентифікації виду політики фінансування на практиці виникає ціла низка методичних проблем: складність розподілу оборотних активів на змінну та постійну частину [5, с. 157]; відсутність формалізованих критеріїв віднесення підприємств до того чи іншого виду фінансування; не враховано сезонний чинник під час визначення величини (змінних) оборотних активів, які мають бути профінансовані за рахунок довгострокового капіталу [2]. Окрім цього, не зрозуміло, за якого рівня фінансування постійного робочого капіталу поточними зобов'язаннями політика перетвориться на агресивну [3]. У наукових розробках приділена також недостатня увага ролі власного капіталу у реалізації консервативної, помірної або агресивної політики.

Таким чином, науково-практична проблема полягає у необхідності формалізації методики визначення виду політики фінансування. Зазначена методика має містити шляхи вирішення окреслених вище проблем, пов'язаних із встановленням чітких критеріїв консервативності, помірності та агресивності. Це спри-

ятиме ефективній діагностиці фінансового стану підприємств, своєчасному виявленню загроз та полегшить моделювання майбутніх сценаріїв ліквідності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Огляд наукових публікацій із проблематики політики фінансування підприємств засвідчив, що більшість із них сконцентровані на пошуку структури джерел фінансування, яка б забезпечила максимізацію доходності та мінімізацію ризиків. С. Росс, Р. Вестрефілд, Б. Джордан визначають ідеальну економічну ситуацію (*ideal economy*) на підприємстві, коли необоротні активи фінансуються за рахунок власного та довгострокового позичкового капіталів, а оборотні активи – за рахунок короткострокових боргів. За таких умов чистий робочий капітал (як різниця між оборотними активами та поточними зобов'язаннями) є завжди нульовим [2, с. 651]. Поряд із ідеальною політикою фінансування автори виокремлюють гнучку (*flexible*), компромісну (*compromise*) та обмежувальну (*restrictive*) політики. Гнучка політика повністю ґрунтується на довгостроковому фінансуванні та підтримці великого запасу високоліквідних цінних паперів. За умови зростання сезонної потреби в сировині, інших оборотних активах підприємство продає ці цінні папери та вивільняє необхідну суму коштів. Після завершення сезону компанія знову поповнює обсяги власних фінансових інвестицій. Таким чином, політика дозволяє уникати залучення зобов'язань на короткостроковій основі [2, с. 652]. Р. Брейлі, С. Майерс, А. Маркус називає такий підхід до фінансування розслабленою стратегією (*relaxed strategy*), коли фірма завжди виступає в ролі кредитора на короткостроковій основі [4, с. 494].

Обмежувальна політика, за якої підприємства керуються принципом відповідності строків, для фінансування необоротних активів та постійної частини оборотних активів використовує власний та довгостроковий позичковий капітал, а для фінансування сезонної потреби – поточні зобов'язання [2, с. 653]. За компромісної політики сезонні оборотні активи забезпечуються частково довгостроковими джерелами, а у разі їх нестачі – поточними зобов'язаннями. У Ю. Бріггема згадані вище компромісна, обмежувальна та ідеальна політики фінансування за аналогічних параметрів визначаються відповідно як консервативна, помірна та агресивна.

У зв'язку з неможливістю підприємства чітко дотримуватися золотого правила фінансування, тобто принципу відповідності строків, на які залучаються фінансові ресурси та на які вони

вкладаються в активи, С. Блок та Дж. Херт додатково розрізняють політику довгострокового та політику короткострокового фінансування. Якщо перша політика відповідає критеріям компромісної (консервативної) політики згаданих вище науковців, то політика короткострокового фінансування виникає за умови, коли поточні зобов'язання забезпечують повністю сезонні оборотні активи та частково постійні [5, с. 158].

Слабким місцем наукових досліджень усфері політики фінансування підприємств є відсутність чітких рекомендацій щодо визначення критеріїв віднесення підприємств до того чи іншого виду політики, зокрема, відсутність процедури визначення змінних та постійних оборотних активів; числових критеріїв щодо частки поточних або довгострокових зобов'язань у фінансуванні сезонної потреби в капіталі за консервативної, помірної або агресивної політики. Це ускладнює практичну реалізацію вибраної стратегії фінансування підприємств.

У зв'язку з цим метою статті є емпіричний аналіз вибіркової сукупності європейських компаній для формалізації методики визначення консервативності (помірності, агресивності) політики фінансування та полегшення ідентифікації наслідків її впливу на фінансові параметри підприємств.

Виклад основного матеріалу дослідження.

В основу дослідження покладено звітність 110 європейських компаній за 2013–2018 рр. [6], які репрезентують види діяльності, пов'язані з виробництвом сталі, металопрокату; автозапчастин, машин, електроніки та електричного та телекомунікаційного обладнання; побутових товарів, предметів інтер'єру, будівельних матеріалів та безпосередньо будівництва; продукції з оброблення деревини; сільськогосподарської продукції та продуктів харчування, напоїв; ліків та медичних товарів; одягу. Вибрані компанії належать до переробної промисловості, а також сільського господарства та будівництва, тобто сфери матеріального виробництва. З урахуванням кількості компаній та часового проміжку результати будуть ґрунтуватися на основі 649 досліджень.

Більшість із підприємств досліджуваної сукупності представлені на фондових ринках, мають змогу залучити кошти інвесторів, отримати позичковий капітал через кредитування або випуск боргових цінних паперів. Можна припустити, що аналіз системи фінансування їхніх активів надасть об'єктивну інформацію та базу даних для розроблення критеріїв консервативності, помірності та агресивності політики.

Згідно з усталеною практикою, консервативною політикою є та, за якої весь робочий капітал (оборотні активи) профінансова-

ний за рахунок довгострокових ресурсів, за нестачі яких залучаються поточні зобов'язання. У разі компромісної політики за рахунок короткострокових боргів формується лише змінний робочий капітал, решта активів – за рахунок власного капіталу та зобов'язань більше 1 року. Якщо ж робочий капітал підприємства переважним чином був профінансований поточною заборгованістю, компанія дотримується агресивної політики.

Необхідною умовою визначення виду політики фінансування є розподіл оборотних активів на постійну та змінну частини. На практиці це здійснити досить проблематично, оскільки у публічному доступі не завжди наявні проміжні фінансові звіти компаній, які дають змогу проаналізувати динаміку другого розділу активу балансу протягом року. Так, наприклад, Creightons Plc (Велика Британія), Cosmo Pharmaceuticals N.V. (Ірландія), Davide Campari-Milano S.p.A. (Італія), Conzzeta AG (Швейцарія) надають піврічну та річну звітність, а CRH plc (Ірландія), Cranswick plc (Велика Британія), Coats Group plc (Велика Британія), CIE Automotive, S.A. (Іспанія) – виключно річну [6].

У разі квартальної звітності чотирьох точок для побудовання динаміки замало, та не завжди протягом року можна взагалі спостерігати будь-які зміни, особливо коли фірма не підпадає під сезонність. Яскравими прикладами таких фірм є Cloetta AB (Швеція) та Corticeira Amorim (Португалія).

Так, квартальна динаміка оборотних активів Cloetta AB [7] жодного року не повторювалася (рис. 1). Протягом 2015–2018 рр. вони збільшувалися та зменшувалися з різних причин, тому певну сезонність простежити важко. У зв'язку з цим запланувати заздалегідь постійний та змінний робочий капітал, а також відповідні джерела їх забезпечення для формування консервативної (помірної або агресивної) політики фінансування у цьому разі неможливо.

У разі Corticeira Amorim (Португалія) у 2016 р. [8] складно визначити різні частини робочого капіталу, оскільки спостерігається постійне зростання оборотних активів протягом року (рис. 2).

Якщо не відомі змінний та постійний робочий капітал, неможливо визначити частку довгострокових та поточних зобов'язань у їх фінансуванні, а тому і вид політики. У зв'язку з цим критерії, які ґрунтуються на розподілі оборотних активів на змінний та постійний робочий капітал, потребують конкретизації. З цією метою консервативність (помірність, агресивність) політики фінансування пропонуємо надалі визначати на основі розрахунку частки чистого робочого капіталу (як різниці між оборотними активами та поточними зобов'язаннями, далі NWC – net working capital) в оборотних активах. Оскільки позитивний NWC свідчить про частину оборотних активів, які було сформовано за допомогою довгострокового капіталу (власний капітал та довгострокові зобов'язання), то зі зростанням частки NWC в оборотних активах політика фінансування підприємства буде набувати консервативного ступеня. І навпаки, коли частка NWC в оборотних активах зменшується, набуває нульового або від'ємного значення, це свідчить про збільшення обсягів короткострокового боргу, що приводить

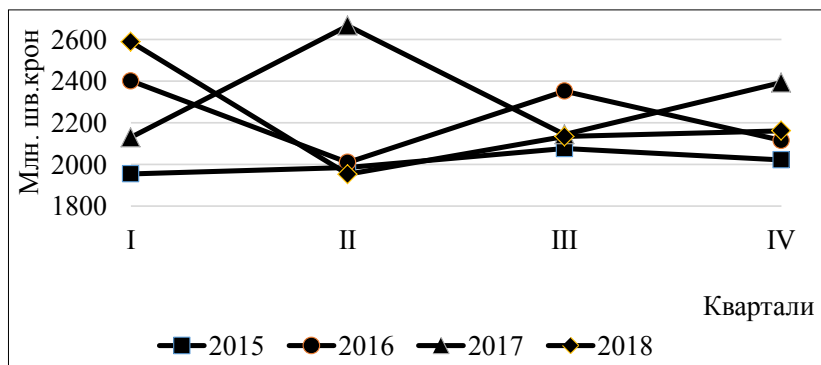


Рис. 1. Динаміка оборотних активів Cloetta AB

Джерело: побудовано авторами на основі фінансової звітності [7]

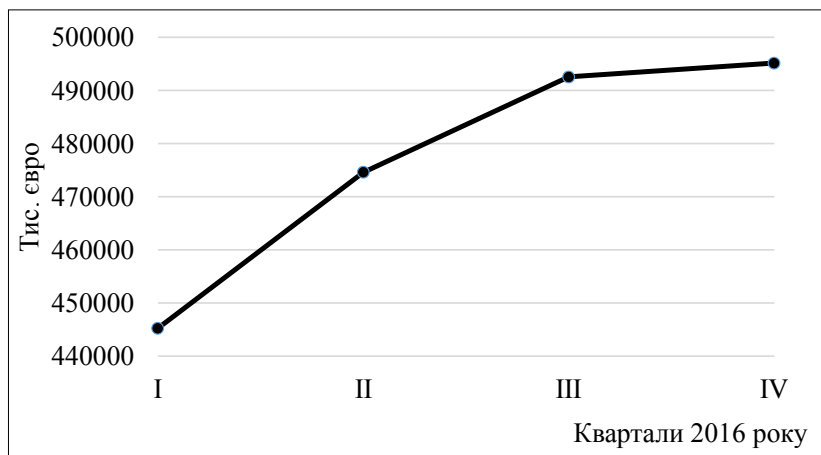


Рис. 2. Динаміка оборотних активів Corticeira Amorim

Джерело: побудовано авторами на основі фінансової звітності [8]

до фінансової напруги та агресивної політики фінансування компанії.

Для встановлення конкретних числових параметрів консервативності (помірності, агресивності) політики проаналізуємо звітність вибіркової сукупності європейських компаній за допомогою методів групування даних та рівномірного розподілу значень на відрізьку. Метод структурного групування дає змогу роз-

поділити якісно однорідну сукупність даних на групи за певною ознакою [9]. У цій роботі сукупність із 649 досліджень буде розподілена за групувальною ознакою – часткою NWC в оборотних активах (далі СА – current assets). Кількість груп, рівномірність або нерівномірність інтервалів їхніх значень є індивідуальними, залежно від умов та мети аналізу. Частка NWC в оборотних активах будь-якого підпри-

Таблиця 1

Групи за часткою чистого робочого капіталу в оборотних активах

Номер групи	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
NWC/CA, %	90–100	80–89	70–79	60–69	50–59	40–49	30–39	20–29	10–19	0–9	менше 0

Джерело: розроблено авторами

Таблиця 2

Розподіл досліджень за часткою NWC в СА

NWC/CA, %	90–100	80–89	70–79	60–69	50–59	40–49	30–39	20–29	10–19	0–9	менше 0
Кількість досліджень	14	44	64	61	79	86	68	60	50	37	86

Джерело: розраховано авторами на основі фінансової звітності [6]

Таблиця 3

Види політик фінансування європейських компаній

NWC/CA, %	Вид політики	Кількість досліджень	Частка від загальної кількості, %
60–100%	Консервативна	183	28,2
40–59%	Помірна	165	25,4
0–39%	Агресивна	215	33,1
Менше 0	Суперагресивна	86	13,3
Загалом досліджень	–	649	100

Джерело: розраховано авторами на основі даних табл. 2

Таблиця 4

Розподіл досліджень за часткою NWC в СА та ВК в пасивах

NWC/CA, %	90–100	80–89	70–79	60–69	50–59	40–49	30–39	20–29	10–19	0–9	менше 0
Політика	Консервативна			Помірна			Агресивна				Суперагресивна
Кількість досліджень	14	44	64	61	79	86	68	60	50	37	86
3 них:											
ВК/пасиви, %:	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
90–100	12	11	2	–	–	–	1	–	–	–	4
80–89	1	27	18	1	–	–	–	1	1	1	–
70–79	1	2	28	11	5	2	3	–	–	–	1
60–69	–	2	7	22	18	15	6	6	3	–	1
50–59	–	1	6	18	25	24	14	4	2	2	7
40–49	–	1	3	4	20	27	26	22	9	7	24
30–39	–	–	–	2	6	12	7	25	28	10	17
20–29	–	–	–	3	4	3	6	1	4	6	21
10–19	–	–	–	–	1	–	1	–	1	10	5
0–9	–	–	–	–	–	2	3	–	1	–	3
менше 0	–	–	–	–	–	1	1	1	1	1	3

Джерело: розраховано авторами на основі фінансової звітності [6]

емства може сягати від 0 до 100%, як і бути від'ємною. Останній випадок є особливо ризиковим, оскільки свідчить про порушення золотого правила фінансування. Всі дослідження, які матимуть таке порушення, можна віднести до окремої групи. Інтервал такої групи буде відкритим, тобто містити всі значення частки NWC в СА, що менше за 0.

В основу розподілу значень NWC від 0 до 100% на відповідні групи можна покласти метод рівномірного розподілу [9]. Сутність цього методу полягає в тому, що відрізок зі значеннями аргумента поділяється на кроки однакової довжини і за цими точками будується функція. При цьому кількість кроків та їх довжина вибирається дослідником на власний розсуд. Аналогічним чином у цій роботі відрізок 0–100% частки NWC в СА компанії можна поділити на 10 рівномірних закритих груп інтервалом у 10%.

З урахуванням зазначеного вище проведемо структурне групування 649 досліджень за групувальною ознакою – частка NWC в СА по 11 групах (табл. 1).

Результати групування за визначеною ознакою наведено у табл. 2.

Така деталізація надає точніший розподіл досліджень за вибраною ознакою та є основою для подальших перетворень. Для визначення числових критеріїв консервативності, помірності та агресивності політик фінансування необхідно здійснити вторинне групування отриманих результатів через зміну розміру інтервалу груп. Таке вторинне групування даних із табл. 2 дає змогу виявити 4 основні групи, які в процентному відношенні є більш-менш рівномірними.

Серед 649 досліджень європейських компаній 183 (14+44+64+61) випадки характеризуються високою часткою NWC в СА, яка становить 60–100%. Таку політику фінансування будемо вважати консервативною (табл. 3).

У 165 випадках із 649 чистий робочий капітал становить 40–59% оборотних активів. Ця частка

не є замалою та завеликою, це певна середина, тому таку політику фінансування можна віднести до помірної.

У 215 випадках частка NWC є меншою за 40% від оборотних активів. Це означає, що поточні зобов'язання на 60% та більше фінансують поточну діяльність. Це знижує ліквідність та є дуже ризиковим для підприємств саме матеріального виробництва, які зазвичай мають тривалий операційний цикл. Така політика може бути визначена агресивною.

У 86 дослідженнях NWC є від'ємним. Це означає, що поточні зобов'язання повністю фінансують оборотні активи та частково необоротні. Це є небезпечним, враховуючи термін окупності основних засобів та нематеріальних активів. Така ситуація є свідченням суперагресивної політики. Аналіз зібраної бази даних також показав, що консервативна, помірна, агресивна, суперагресивна політики мають певні варіанти реалізації на практиці. Зокрема, це стосується участі власного капіталу в загальній структурі фінансових ресурсів.

Незважаючи на те, що і чисті активи, і зобов'язання більше року відносяться до довгострокового капіталу, вони мають різний характер. На відміну від чистих активів, позичковий капітал надається на принципах повернення, строковості, забезпечення, цільового використання. Залучення боргу збільшує фінансову залежність підприємства, вимагає регулярних платежів з погашення тіла кредиту та відсотків. Але кредитори не мають права управління компанією; фінансові витрати на обслуговування позичкового капіталу, які можуть бути навіть нижчими за рівень дивідендів, приводять до податкової економії.

Проаналізуємо, за якої частки власного капіталу (далі ВК) в пасивах реалізуються політики фінансування досліджуваної вибірки компаній (табл. 4).

На відміну від простого групування (табл. 2 та 3), наведені в табл. 4 дані є резуль-

Таблиця 5

Відсоток досліджень із 40–100% рівнем власного капіталу

Політика фінансування	Загальна кількість досліджень	Кількість досліджень із 40–100% рівнем власного капіталу у пасивах	Відсоток
1	2	3	4 = (стовпчик 3/ стовпчик 2)*100%
Загалом	649	459	71%
у тому числі:			
Консервативна	183	178	97%
Помірна	165	136	82%
Агресивна	215	108	50%
Суперагресивна	86	37	43%

Джерело: розраховано авторами на основі табл. 3, 4

татом комбінаційного групування, оскільки дають змогу дослідити взаємозв'язок між роллю власного капіталу в пасивах компанії та часткою NWC в їхніх оборотних активах (узагальнюючий, результативний показник) [9]. У 71% випадків підприємства у досліджуваному періоді незалежно від політики фінансування дотримуються високої частки власного капіталу у фінансових ресурсах 40–100% (табл. 5).

Очевидно, що фінансова незалежність підприємства супроводжується консервативною або помірною політикою фінансування. І навпаки: чим агресивніша політика фінансування, тим менше компанії підтримують високий рівень власного капіталу.

Так, із 183 випадків, коли підприємства мали консервативну політику, 97% формували власний капітал у частці від 40 до 100% фінансових

Таблиця 6

Напрями впливу політики фінансування на діяльність підприємства

Напрямки впливу	Вид політики фінансування			
	Консервативна	Помірна	Агресивна	Суперагресивна
Обсяг оборотних активів	Значний обсяг запасів, дебіторської заборгованості	Оптимізація обсягу оборотних активів	Мінімально необхідний обсяг; компанія має ризик невиконання термінового контракту щодо великого обсягу замовлень	
Операційний цикл	Тривалий; сприятлива кредитна політика покупців	Помірний	Короткий. У випадку від'ємного фінансового циклу виникає можливість здійснення короткострокових інвестицій	
Вплив на грошові потоки	Негативний через пропоновану відстрочку платежу, мінімізацію кредиторської заборгованості та грошових потоків від фінансової діяльності.		Позитивний	
Ліквідність	Висока при низькій ефективності здійснюваних короткострокових інвестицій [2, с. 606]	Нормативна	Низька	Порушення нормативу; ризик несвоечасного погашення поточних зобов'язань
Фінансова стабільність	Фінансова автономія; але уникнення боргів може супроводжуватися відсутністю капітальних інвестицій		Постійна потреба у відновленні фінансування; залежність від короткострокового боргу	
	Диверсифікація кредиторів дозволяє уникнути залежності від одного джерела капіталу, а сплата відсотків за кредитами банку, випущеними облігаціями сприяє податковій економії			
Вплив на вартість капіталу	Висока вартість довгострокових фінансових ресурсів; необхідність вільного доступу до ринку капіталу [5, с. 158].		Низька вартість короткострокових боргів (особливо при орієнтації на кредиторську заборгованість); волатильність відсоткових ставок [5, с. 158] та умов банківського кредитування до 1 року	
Вплив на прибутковість	Негативний через витрати на утримання оборотних активів та вартість капіталу		Позитивний	
Ризик для власників та кредиторів	Мінімальний ризик банкрутства		Високий	
	Ризик підвищується за реалізації політики при низькій частці або від'ємній величині ВК. Частково компенсується за рахунок залучення довгострокового боргу, що зменшує фінансову напругу.			
Ефективність	Політика характерна для компаній на стадії становлення бізнесу; доречна при тривалому строку виробництва та реалізації продукції. З-за недоліків консервативної політики науковці радять компаніям «сідати на дієту», позбуваючись довгострокових зобов'язань та переходячи до помірного виду фінансування [4, с. 496]		Ефективна при стабільних попиті на продукцію та поставках сировини, за короткого операційного циклу та врівноважених грошових потоках. Можлива при вагомій частці власного капіталу, диверсифікації зобов'язань	

Джерело: розроблено авторами на основі отриманих результатів та [2; 4; 5]

ресурсів, і лише у п'яти дослідженнях вона становить 20–39%. Зокрема, АВ Fagerhult (Швеція, 2017 р.), Coats Group plc (Велика Британія, 2015 р.) та Consilium АВ (Швеція, у 2013, 2017, 2018 рр.) залучають довгострокові борги, більші за власний капітал та поточні зобов'язання, що приводить до консервативної політики фінансування [10; 11; 12].

Аналіз показав, що у 82% випадків, коли фірми характеризувалися помірною політикою фінансування, вони були фінансово незалежними від боргів. Але у 26 дослідженнях (із 165 із помірною політикою) власний капітал становить 10–39%; у двох дослідженнях до 9% фінансових ресурсів; а одна фірма має від'ємні чисті активи. Ця компанія (Allegion plc) являє собою особливий варіант реалізації помірної політики фінансування. У 2013 р. NWC в оборотних активах Allegion становить 48%, і за від'ємного власного капіталу фірма повністю функціонує за рахунок переважно довгострокових зобов'язань (рис. 3):

Оборотні активи 946,8	Поточні зобов'язання 490,5
	Довгострокові зобов'язання 1545,10
Необоротні активи 1053,8	Власний капітал (35)

Рис. 3. Спрощений баланс Allegion plc у 2013 р., млн. дол.

Джерело: побудовано авторами на основі фінансової звітності [13]

Розглядаючи розподіл фірм, які підтримують агресивну політику фінансування, половина з них за період 2013–2018 рр. мають частку власного капіталу вище за 40%. Два підприємства в окремі періоди мали власний капітал на рівні 86–92% (Alba Mineral Resources PLC у 2015–2017 рр. та Avacta Group Plc у 2013 р.) [14; 15]. У зазначений період підприємства не залучали довгострокових боргів, власний капітал спрямовували на фінансування необоротних активів, а поточні зобов'язання майже повністю забезпечували оборотні активи. Мають також місце випадки, коли агресивна політика супроводжується від'ємними чистими активами та повною залежністю від боргів (Avon Products, Велика Британія, 2015–2018 рр. [16]).

Суперагресивна політика фінансування також має декілька варіантів реалізації. У 43% випадків суперагресивної політики підтримують високий рівень фінансової незалежності. При цьому не є виключенням від'ємний NWC. Наприклад, у Alba Mineral Resources PLC (Велика Британія, 2018 р.), АНТ Syngas Technology N.V. (Нідерланди, 2014, 2015 рр.), Ascom Holding AG (Швейцарія, 2015 р.) власний капітал сягає вище 90% фінансових ресурсів,

але оборотні активи менші за поточні борги, що приводить до суперагресивної політики фінансування діяльності [14; 17; 18].

Висока ймовірність банкрутства можлива у підприємств із від'ємним NWC та від'ємним власним капіталом. Якщо у разі Creta Farm S.A. (Греція, 2018 р.) та Accrol Group Holdings Plc (Велика Британія, 2015 р.) фірми функціонують за рахунок як поточних, так і довгострокових зобов'язань [19; 20], то АНТ Syngas Technology N.V. (Нідерланди) у 2013 р. повністю залежала від короткострокового позичкового капіталу [17]. Часто така ситуація може виникнути на перших етапах становлення бізнесу, коли компанії генерують збитки та відчують складнощі під час залучення капіталу на довгостроковій основі.

Формалізовані вище методичні критерії дають змогу не тільки визначити консервативність, помірність або агресивність політики фінансування компанії, а і встановити варіанти її реалізації залежно від структури фінансових ресурсів. Окрім того, це надає можливість уточнити вплив політики фінансування на функціонування підприємства, основні напрями якого наведено в табл. 6.

У табл. 6 систематизовано переваги та недоліки різних видів політик фінансування. Враховуючи різноманітність варіантів реалізації консервативної, помірної або агресивної політики, їх успішне впровадження на тому чи іншому підприємстві залежить від галузевих особливостей, складу активів, тривалості операційного циклу, порядку формування грошових надходжень та виплат, інших характеристик самої компанії, що вимагає кожного разу індивідуального підходу до аналізу.

Висновки. З урахуванням результатів емпіричного аналізу вибіркової сукупності підприємств (звітність 110 європейських компаній за 2013–2018 рр.) у статті формалізовано основні позиції методики визначення консервативності, помірності та агресивності політики фінансування. Результати аналізу виявили рівномірний розподіл досліджуваних випадків за часткою чистого робочого капіталу в оборотних активах, що стало основою для калібрування підприємств (віднесення їх до того чи іншого виду політики фінансування) та формулювання критеріїв різних видів політик фінансування. За аналізований період у 28,2% випадків підприємства засвідчили у звітності частку чистого робочого капіталу в розмірі 60–100% від оборотних активів (визначено як консервативна політика фінансування); у 25,4% випадків – 40–59% (помірна політика); у 33,1% досліджень – до 39% (агресивна політика); а 13,3% мають від'ємний чистий робочий капітал (суперагресивна політика).

Кожен із видів політики фінансування може бути реалізований за різної структури фінансових ресурсів. Зазвичай компанії із консервативною та помірною політиками мають високий рівень фінансової незалежності. Натомість були виявлені випадки компаній цього виду політики, які характеризуються низькою часткою чистих активів або взагалі від'ємною їх величиною. З іншого боку, не є виключенням підприємства із суперагресивною політикою за частки власного капіталу в пасивах понад 40%. Очевидно, що вплив того чи іншого варіанту консервативної, помірної або агресивної

політики на фінансовий стан компанії може бути різним.

Отримані результати на основі емпіричного аналізу європейських компаній загалом можуть бути апробовані для визначення виду політики фінансування вітчизняних суб'єктів господарювання. Консервативну, помірну, агресивну політику фінансування було б доречним в подальшому дослідити на предмет виявлення варіантів реалізації залежно від структури зобов'язань, у тому числі частки банківських та товарних кредитів, інших видів кредиторської заборгованості.

Список використаних джерел:

1. Dietrich R., Dierkes S. Kapiatalmarktorientierte Unternehmensbewertung. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 2015. P.74–75.
2. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance. 2003. 922 p.
3. Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент : полный курс в 2-х т./ пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб. : Экономическая школа. 1997. 669 с.
4. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. Fundamentals of Corporate Finance. 1995. 671 p.
5. Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt. Foundations of Financial Management. 1989. 733 p.
6. Industry Breakdown. Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата звернення: 28.01.2020).
7. Annual Reports. Home Page for Cloetta AB. URL: <https://www.cloetta.com/en/archives/annual-reports/> (дата звернення: 30.01.2020).
8. Annual Reports. Home Page for Corticeira Amorim. URL: <https://www.amorim.com/en/for-investors/annual-report/> (дата звернення: 30.01.2020).
9. Статистичний словник. О.Г. Осауленко, О.О. Васечко, М.В. Пугачова та ін.; за ред. д-ра держ. упр., проф., член-кор. НАН України О. Г. Осауленка; НТК статистичних досліджень. К.: ДП «Інформ.-аналіт. агентство», 2012. 498 с.
10. Annual Reports. Home Page for AB Fagerhult. URL: <https://www.fagerhultgroup.com/en/reports-and-presentations> (дата звернення: 30.01.2020).
11. Annual Reports. Home Page for Coats Group plc. URL: <https://www.coats.com/en/Investors/Results?category=Annual%20Reports> (дата звернення: 10.02.2020).
12. Annual Reports. Home Page for Consilium AB. URL: <https://www.consilium.se/group/investor-info/annual-report> (дата звернення: 10.02.2020).
13. Annual Reports. Home Page for Allegion plc. URL: <https://investor.allegion.com/financial-information/annual-reports-and-proxies> (дата звернення: 10.02.2020).
14. Annual Reports. Home Page for Alba Mineral Resources plc. URL: <https://www.albaminalresources.com/page.php?plD=53> (дата звернення: 10.02.2020).
15. Annual Reports. Home Page for Avacta Group plc. URL: <https://avacta.com/investors/annual-reports/> (дата звернення: 10.02.2020).
16. Annual Reports. Home Page for Avon Products. URL: <http://www.annualreports.com/Company/avon-products-inc> (дата звернення: 10.02.2020).
17. Annual Reports. Home Page for AHT Syngas Technology N.V. URL: <http://www.aht-syngas.com/en/investor-relations/financial-reports.html> (дата звернення: 03.03.2020).
18. Annual Reports. Home Page for Ascom Holding AG. URL: <https://www.ascom.com/Investor-Relations/Financial-information/Reports-and-presentations.html> (дата звернення: 03.03.2020).
19. Annual Reports. Home Page for Creta Farm S.A. URL: <https://quotes.wsj.com/GR/XATH/CRETA/financials/annual/balance-sheet> (дата звернення: 03.03.2020).
20. Annual Reports. Home Page for Accrol Group Holdings plc. URL: <https://www.accrol.co.uk/investors/company-reports-presentations-and-circulars/> (дата звернення: 03.03.2020).

References:

1. Dietrich R., Dierkes S. (2015) *Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung* [Capital market oriented company valuation]. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer. P. 74-75. (in German).
2. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. *Fundamentals of Corporate Finance*. 2003. 922 p.
3. Brighem Y., Gapenski L. (1997) *Finansovyy menedzhment* [Financial Management]. St. Petersburg: Ekonomicheskaya shkola. p. 669. (in Russian).
4. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. (1995) *Fundamentals of Corporate Finance*. 671 p.
5. Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt. (1989) *Foundations of Financial Management*. 733 p.
6. Industry Breakdown. Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (accessed 28 January 2020).
7. Annual Reports. Home Page for Cloetta AB. Available at: <https://www.cloetta.com/en/archives/annual-reports/> (accessed 30 January 2020).
8. Annual Reports. Home Page for Corticeira Amorim. Available at: <https://www.amorim.com/en/for-investors/annual-report/> (accessed 30 January 2020).
9. O. H. Osaulenko, O. O. Vasiechko, M. V. Puhachova (2012). *Statystychnyi slovnyk* [Statistical dictionary]. Kyiv: «Informatsiino-analitychne ahentstvo». p. 498 c. (in Ukrainian).
10. Annual Reports. Home Page for AB Fagerhult. Available at: <https://www.fagerhultgroup.com/en/reports-and-presentations> (accessed 30 January 2020).
11. Annual Reports. Home Page for Coats Group plc. Available at: <https://www.coats.com/en/Investors/Results?category=Annual%20Reports> (accessed 10 February 2020).
12. Annual Reports. Home Page for Consilium AB. Available at: <https://www.consilium.se/group/investor-info/annual-report> (accessed 10 February 2020).
13. Annual Reports. Home Page for Allegion plc. Available at: <https://investor.allegion.com/financial-information/annual-reports-and-proxies> (accessed 10 February 2020).
14. Annual Reports. Home Page for Alba Mineral Resources plc. Available at: <https://www.albamineral-resources.com/page.php?pid=53> (accessed 10 February 2020).
15. Annual Reports. Home Page for Avacta Group plc. Available at: <https://avacta.com/investors/annual-reports/> (accessed 10 February 2020).
16. Annual Reports. Home Page for Avon Products. Available at: <http://www.annualreports.com/Company/avon-products-inc> (accessed 10 February 2020).
17. Annual Reports. Home Page for AHT Syngas Technology N.V. Available at: <http://www.aht-syngas.com/en/investor-relations/financial-reports.html> (accessed 3 March 2020).
18. Annual Reports. Home Page for Ascom Holding AG. Available at: <https://www.ascom.com/Investor-Relations/Financial-information/Reports-and-presentations.html> (accessed 3 March 2020).
19. Annual Reports. Home Page for Creta Farm S.A. Available at: <https://quotes.wsj.com/GR/XATH/CRETA/financials/annual/balance-sheet> (accessed 3 March 2020).
20. Annual Reports. Home Page for Accrol Group Holdings plc. Available at: <https://www.accrol.co.uk/investors/company-reports-presentations-and-circulars/> (accessed 3 March 2020).