

УДК 658.14.011.1

Л.І. Безгінова, канд. екон. наук
Р.М. Бугріменко, канд. екон. наук
Г.І. Обуховська

УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ТОРГІВЛІ

Проаналізовано основні концепції управління структурою капіталу підприємства. Запропоновано комплексну технологію формування оптимальної структури капіталу торговельного підприємства, що заснована на збалансуванні кількох критеріїв у визначеній послідовності.

Проанализированы основные концепции управления структурой капитала предприятия. Предложена комплексная технология формирования оптимальной структуры капитала торгового предприятия, основанная на сбалансировании нескольких критериев в определенной последовательности.

The basic concepts of managing the enterprise's capital structure analyzed. A complex technology of trading enterprises' optimal capital structure is proposed, that based on the balancing of multiple criteria in a specific sequence.

Постановка проблеми в загальному вигляді. Капітал займає важливе місце на всіх стадіях управління, у тому числі в стратегічному плані розвитку підприємства. Рух капіталу й управління ним відображає рух фінансових ресурсів і управління цим процесом. Але на відміну від управління фінансами, функціонуванням яких пронизаний весь соціально-економічний розвиток, управління капіталом сконцентровано переважно в сфері матеріального виробництва. Авансований, або інвестований у господарську діяльність підприємств торгівлі, капітал проходить ті самі стадії, що й фінансові ресурси. У той же час капітал є специфічною категорією, яка несе різне навантаження залежно від ролі у виробничому процесі, джерел формування, характеру обороту й ліквідності та методу обчислення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Формування фінансової структури капіталу як способу фінансування діяльності підприємства в цілому, займає важливе місце в теорії фінансового менеджменту в процесі управління капіталом торговельного підприємства, оскільки є досить складним чинником, який знаходиться у

взаємозалежності з багатьма показниками та характеристиками господарської діяльності підприємства.

Дослідники не завжди погоджуються між собою щодо питань, пов'язаних зі структурою капіталу. Різні погляди на цю проблему призвели до появи в розвитку теорії структури капіталу п'яти етапів, і, відповідно, п'яти теоретичних концепцій [1–4]:

- концепція індивідуальності структури капіталу;
- традиціоналістична концепція структури капіталу;
- компромісна концепція структури капіталу;
- концепція “субординації джерел”;
- концепція протиріч інтересів формування структури капіталу.

Першим кроком до розвитку теорії структури капіталу стала гіпотеза, що була висунута у 1958 р. американськими економістами М. Міллером та Ф. Модільяні, яка отримала назву концепції індивідуальності структури капіталу. Відповідно до цієї концепції ринкова вартість фірми й вартість капіталу за деяких умов не залежать від його структури, а значить, їх не можна оптимізувати та не можна нарощувати ринкову вартість за рахунок зміни структури капіталу [3]. На думку засновників цієї теорії, вартість капіталу корпорації визначається виключно потоком її прибутку, який залежить від інвестицій. Для обґрунтування цього підходу автори використали цілу низку обмежень, деякі з яких у подальшому були пом'якшені.

Гіпотеза Модільяні–Міллера піддавалась критиці з боку теоретиків і практиків, які відзначали головним недоліком ігнорування умов фінансового ринку. Концепція незалежності механізму формування вартості капіталу й ринкової вартості підприємства від його структури має лише теоретичний характер, який не сумісний з ситуацією формування підприємством структури капіталу. І тому цей механізм слід розглядати як принциповий механізм оцінки ринкової вартості підприємства в умовах функціонування досконалого ринку.

Представники традиційної концепції вважають, що, по-перше, вартість капіталу підприємства залежить від його структури; по-друге, існує оптимальна структура капіталу, яка мінімізує значення середньозваженої вартості капіталу і, тому, максимізує ринкову вартість підприємства [5]. Виходячи з цього, зростання питомої ваги позикового капіталу у всіх випадках призводить до зменшення показника середньозваженої вартості капіталу, і, відповідно, до зростання ринкової вартості підприємства. Застосування цієї концепції на практиці спонукає підприємство збільшити використання

в господарській діяльності позикового капіталу, що може призвести за певних умов до негативних наслідків.

На дослідженнях М. Міллера, Х. Де-Анжело, Р. Масюліса, Дж. Корнера було засновано компромісну концепцію [6], відповідно до якої менеджери повинні розрахувати оптимальну структуру капіталу шляхом компромісу між досягненням максимально можливої економії на податках, зумовленої залученням позикового капіталу, і витратами, що пов'язані з можливими фінансовими ускладненнями, імовірність яких зростає зі зростанням частки позикового капіталу.

На початку 60-х років Г. Дональдсон, на основі проведеного дослідження практики формування структури капіталу корпорацій запропонував низку заходів, що можна використовувати під час прийняття фінансових рішень [6]. Його концепція “субординації джерел” передбачає, по-перше, що підприємства, насамперед, використовують для фінансування внутрішні джерела; по-друге, під час визначення частки прибутку, що буде спрямована на виплату дивідендів, підприємства виходять із майбутніх інвестиційних можливостей і майбутніх грошових потоків, для того щоб розмір внутрішніх резервів дозволив здійснити фінансування необхідних інвестицій; по-третє, через “жорсткість” дивідендів у короткостроковому періоді підприємство, залежно від фактичних грошових потоків і можливостей інвестування, може користуватися додатковими внутрішніми фондами, або поповнювати їх; по-четверте, під час виникнення необхідності залучення зовнішнього капіталу визначається така послідовність залучення: банківські позички, випуск конвертованих облігацій, і лише в останню чергу – випуск нових акцій.

Концепція протиріч інтересів формування структури капіталу містить положення про різні інтереси й рівень інформованості власників, інвесторів, кредиторів, менеджерів у процесі управління ефективною використання капіталу, вирівнювання яких призводить до зростання окремих його елементів. Сутність цієї концепції містять теорії асиметричної інформації, сигналізування (“сигнальна теорія”), моніторингових витрат (“теорія витрат на здійснення контролю”).

Розглянувши переваги й недоліки цих концепцій формування структури капіталу можна зробити наступний висновок. Підприємству доцільно використовувати позиковий капітал доти, доки податкові пільги від додаткової суми кредитів і позичок не будуть дорівнювати витратам, пов'язаним із зростанням обслуговування заборгованості й підвищенням імовірності фінансових ускладнень. Цю теорію було сформульовано С. Россом і отримала назву “статичної” теорії структури капіталу [1]. Аналогічні висновки відносно формування оптималь-

ної структури капіталу зробили Ю. Бригем і Л. Гапенські, проаналізувавши компромісні моделі й теорію асиметричної інформації [6].

Як правило, підприємство може обрати будь-яку структуру капіталу, яку тільки забажає. Але головною метою керівництва підприємства є вибір такої структури, яка за найнижчої вартості капіталу допомагатиме підтримувати стабільні доходи й дивіденди. Тобто, оптимальна структура капіталу має зводити до мінімуму середню вартість капіталу та водночас підтримувати кредитну репутацію підприємства на рівні, що дозволяла б залучати нові види капіталу на прийнятних для цього підприємства умовах.

Так, у західній теорії й практиці фінансового менеджменту найбільша увага приділяється оптимізації структури капіталу через мінімізацію вартості окремих його джерел і формування оптимальної структури капіталу виходячи з прийнятного рівня фінансового лівериджу [6].

Холт Р.Н., відзначаючи тісний зв'язок структури капіталу з його вартістю, пропонує застосовувати три інструменти управління, що дозволяють сформувати оптимальну структуру капіталу, а саме: визначення структури капіталу за допомогою методу, який дозволяє оцінити альтернативні фінансові проекти, урахувавши величину прибутку на акцію залежно від рівня прибутку до сплати відсотків і податків; використання аналізу потоків грошових коштів із метою визначення спроможності фірми сплачувати фіксовані платежі; розрахунок коефіцієнтів покриття, що дозволяють визначити спроможність фірми обслуговувати заборгованість [7].

Аналіз економічної літератури показав, що найповніше й детальніше зміст сучасних теорій корпоративного управління щодо формування оптимальної структури капіталу викладений саме в працях іноземних науковців. У той же час в Україні відчувається брак відповідних розробок, що враховували б особливості національного економічного, політичного й корпоративного розвитку.

Мета та завдання статті. Метою статті є обґрунтування системи критеріїв оптимізації фінансової структури капіталу торговельного підприємства. Завданням статті є систематизація основних концепцій управління формуванням капіталу суб'єктів господарювання.

Виклад основного матеріалу дослідження. Найбільш повно та систематизовано процес формування оптимальної фінансової структури капіталу торговельного підприємства було розглянуто вітчизняними дослідниками, які виділили такі підходи до оптимізації за крите-

рієм [2; 8]: політики фінансування активів; мінімізації вартості капіталу; ефективності використання капіталу.

Перший підхід пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства.

В економічній літературі відбувається полеміка щодо кількості підходів до фінансування різних груп активів підприємств. Бланк І.О. виділяє три принципових підходи до управління активами підприємства: консервативний, помірний та агресивний [2]. Інші вітчизняні дослідники також говорять про три політики фінансування активів підприємства: консервативну, агресивну і компромісну [8]. Ковальов В.В. виділяє чотири моделі поведінки підприємства: ідеальну, агресивну, консервативну й компромісну [4].

Вибір того чи іншого підходу полягає у визначенні розміру довгострокових пасивів і розрахунку на його основі величини власного оборотного капіталу як різниці між довгостроковими пасивами й необоротними активами.

Ідеальна модель побудована, виходячи із сутності категорій “оборотні активи” й “короткострокові зобов'язання” та їх відповідності одна одній. Вона передбачає фінансування необоротних активів за рахунок власного й довгострокового позикового капіталів. Усі оборотні активи повинні фінансуватися за рахунок короткострокових зобов'язань.

З одного боку, цей підхід забезпечує найнижчу вартість капіталу підприємства. Але з іншого боку він є найризикованішим із позицій ліквідності через те, що, за несприятливих умов, підприємство може постати перед необхідністю продажу частини своїх основних засобів для покриття поточної кредиторської заборгованості [4]. Іншими словами, ця модель є проблематичною з позиції забезпечення платоспроможності й фінансової стійкості підприємства торгівлі, оскільки існує чимала загроза настання кризи платоспроможності [2]. Тому, перед підприємством постає задача постійного координування строків отримання короткострокових кредитів з необхідними строками використання капіталу для формування своїх оборотних активів.

Для конкретного підприємства найбільш реальною вважається одна з наступних моделей стратегії управління активами, які передбачають, що для забезпечення ліквідності як мінімум необоротні активи й постійна частина оборотних активів повинні покриватися довгостроковими пасивами.

Агресивна модель означає, що довгострокові зобов'язання й власний капітал є джерелами покриття необоротних активів

і постійної частини оборотних активів, тобто того їх мінімального розміру, який є необхідним для здійснення поточної господарської діяльності. Змінна частина оборотних активів фінансується за рахунок короткострокових зобов'язань. Ця модель забезпечує прийнятний рівень фінансової стійкості, але з позиції ліквідності вона вважається ризикованою, тому що в реальних умовах для підприємства неможливо обмежитися лише мінімальним розміром оборотних активів.

Консервативна модель передбачає, що змінна частина оборотних активів також фінансується за рахунок довгострокових пасивів. У цьому випадку відсутні як короткострокові зобов'язання, так і ризик втрати ліквідності. Ця модель також носить штучний характер [4].

Компромісна модель передбачає фінансування необоротних активів, постійної частини оборотних активів і половини змінної частини оборотних активів за рахунок довгострокових зобов'язань і власного капіталу. Така модель забезпечує високий рівень фінансової стійкості підприємства в процесі його розвитку.

В окремих випадках підприємство може мати надлишкові оборотні активи, що негативно впливає на прибуток; але це слід розглядати як платню за підтримку ризику втрати ліквідності на певному рівні [4]. Такий підхід до фінансування активів є „обтяжливим” для підприємства через високу вартість капіталу [8].

У реальному житті розглянуті підходи мають багато проміжних варіантів і в чистому вигляді практично не зустрічаються. Залежно від ставлення до фінансових ризиків торговельні підприємства можуть обрати один із варіантів наведених моделей.

Другим варіантом оптимізації структури капіталу є оптимізація за критерієм його вартості. Вартість є фундаментальним поняттям економічних теорій та одним із основних понять фінансово-економічної теорії, яке відображає умови залучення фінансових ресурсів для формування капіталу та дозволяє оцінювати, регулювати і прогнозувати фінансову діяльність підприємства. Вона може трактуватися одночасно як суб'єктивна корисність конкретного блага, так і як об'єктивно необхідні витрати для його виробництва [9]. На практиці використовуються багато методик визначення як окремих елементів власного капіталу (метод дивідендів, оцінка ризику на основі моделі CAPM, метод доходів тощо), так і окремих елементів позикового капіталу [1].

За показник оптимізації структури капіталу за критерієм його ефективності використовують рівень рентабельності власного капіталу [7]. Під час розробки політики в галузі структури капіталу підприємство становить собі за мету збільшення частини позикового капіталу,

якщо необхідні для фінансування діяльності кошти вигідніше взяти в кредит, або, навпаки, фінансування буде здійснюватися за рахунок власного капіталу. Тому за наступний критерій оптимізації використовується показник фінансового левериджу.

Відомо, що від структури капіталу залежить фінансове становище підприємства, а отже і його фінансова стійкість. Тому співвідношення власного і позикового капіталу підприємства певним чином відображає ступінь його фінансової стійкості. Таким чином, під час оптимізації доцільно використовувати критерій фінансової стійкості.

В економічних працях підхід до розрахунку оптимальної структури капіталу з позиції фінансової стійкості в чистому вигляді практично не зустрічається. Бланк І.О. не виділяє фінансову стійкість як окремих критерій оптимізації структури капіталу торговельного підприємства, але розглядає її як один з етапів процесу оптимізації, як один з елементів аналізу капіталу [2]. Інші автори також вивчають фінансову стійкість у контексті проведення аналізу капіталу підприємства [8].

На нашу думку, фінансова стійкість цікавить нас як цільова установка управління структурою капіталу торговельного підприємства, тобто як один із критеріїв послідовної оптимізації фінансової структури капіталу.

Висновки. У цілому, з урахуванням розглянутих критеріїв оптимізації кожне підприємство торгівлі може формувати кінцевий варіант фінансової структури капіталу. Проте тут є свої нюанси, пов'язані з визначенням пріоритетності застосування певного критерію для конкретного підприємства. Не можна нав'язувати підприємствам якусь конкретну модель фінансування активів з наведених вище, але потрібно намагатися якомога ближче дотримуватися загальновідомих положень цієї політики. Необхідно проводити комплексні заходи щодо оптимізації структури капіталу торговельних підприємств, які містяться в збалансуванні зазначених критеріїв.

Доцільно проведення комплексних заходів щодо оптимізації, які містяться в збалансуванні кількох критеріїв у такій послідовності:

- за критерієм політики фінансування активів;
- за критерієм фінансової стійкості;
- за критерієм мінімізації його вартості;
- за критерієм ефективності його використання.

Список літератури

1. Росс С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан ; [пер. с англ.]. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – 704 с.
2. Бланк И. А. Финансовый менеджмент / И. А. Бланк – К. : Эльга : Ника-Центр, 2004. – 655 с.

3. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [Electronic resource] / F. Modigliani, M. H. Miller. – Access mode : <<http://www.his.se/PageFiles/17648/modiglianiandmiller1958.pdf>>.

4. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Велби : Проспект, 2007. – 1024 с.

5. Strategic financial management / Roger G. Clarke [et al.]. – Homewood, Illinois : Irwin, 1988. – 241 p.

6. Бриггем Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бриггем, Л. Гапенски ; пер. с англ. под ред. В. В. Ковалева. – СПб. : Экономическая школа, 2004. – 497 с.

7. Холт Р. Н. Основы финансового менеджмента / Р. Н. Холт ; [пер. с англ.]. – М. : Дело, 2003. – 548 с.

8. Мазаракі А. А. Економіка торговельного підприємства / А. А. Мазаракі, Л. О. Лігоненко, Н. М. Ушакова ; під ред. проф. Н. М. Ушакової. – К. : Хрещатик, 1999. – 800 с.

9. Власова Н. О. Формування оптимальної структури капіталу в підприємствах роздрібної торгівлі / Н. О. Власова, Л. І. Безгінова. – Х. : ХДУХТ, 2006. – 160 с.

Отримано 30.03.2012. ХДУХТ, Харків.

© Л.І. Безгінова, Р.М. Бугріменко, Г.І. Обуховська, 2012.

УДК 339.37:339.13

Т.Б. Кушнір, канд. екон. наук

ТЕНДЕНЦІЇ ПОСТКРИЗОВОГО РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНОЇ РОЗДРІБНОЇ ТОРГІВЛІ

Розглянуто особливості розвитку роздрібної торгівлі в Україні. Визначено сучасні тенденції та окреслено проблеми, що гальмують розвиток вітчизняних підприємств роздрібної торгівлі.

Рассмотрены особенности развития розничной торговли в Украине. Определены современные тенденции и выделены проблемы, затрудняющие развитие отечественных предприятий розничной торговли.

Discusses the features of the market retail in Ukraine. Determined the current trends and outlines the problems that hamper the development of domestic enterprises in retail.