

УДК 658.15:658.87

№ 10-18-19Б

№ держреєстрації 0117U005367

Міністерство освіти і науки України
Харківський державний університет харчування та торгівлі
(ХДУХТ)

61051, м. Харків, вул. Клочківська, 333;
тел. (057) 336-89-79



ЗАТВЕРДЖУЮ

Проректор з наукової роботи ХДУХТ

д.т.н., професор

В.М. Михайлов

**«ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ
ФОРМУВАННЯМ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В
РИТЕЙЛІ»
остаточний звіт**

Зав. кафедри менеджменту
менеджменту організацій

д-р екон. наук, професор

Т. С. Пічугіна

Керівник НДР
зав. кафедри менеджменту
організацій

д-р екон. наук, професор

Т. С. Пічугіна

2019

Рукопис закінчено 10 грудня 2019 р.

Результати цієї роботи розглянуто на експертній раді за
напрямком «Управління в підприємствами торгівлі,
готельно-ресторанного бізнесу та туризму в умовах
інноваційного розвитку», протокол від 2019.17.12 №__

СПИСОК АВТОРІВ

Керівник НДР
зав. кафедри менеджменту
організацій

д.е.н., професор

Відповідальний виконавець
доцент, к.е.н.

Виконавці
д.е.н., професор

професор, к.е.н.

доцент, к.е.н.

доцент, к.е.н.

доцент, к.е.н.

доцент

здобувач

магістр

студентка

студентка

Т.С. Пічугіна
(реферат, вступ,
висновки, рекомендації)

Л.І. Безгінова
(розділ 1 додатки)

А.П. Грінченко
(підрозділ 3.2)

Л.Д. Забродська
(підрозділи 3.1)

С.С. Ткачова
(підрозділ 2.1 додатки)

О.П. Ткаченко
(підрозділ 2.2)

О.Є. Чатченко
(підрозділ 2.3)

О.М. Шарапова
(підрозділ 3.3)

В.В. Белявцева

(підбір та обробка інформації до підрозділу 3.3)

С.В. Назаренко

(підбір та обробка інформації до підрозділу 3.3)

Ю.О. Марченко,

(підбір та обробка інформації до підрозділу 2.1)

О.В. Сидоренко

(підбір та обробка інформації до підрозділу 2.2)



УДК 658.15:658.87

Ключові слова: капітал, оптимальна структура капіталу, управління, організаційно-методичне забезпечення, теорії структури капіталу, концепція вартості капіталу, критерій, фінансова стійкість, вартість капіталу, ефект фінансового левериджу, оптимізація, оцінка, ритейл, підприємство ритейлу.

ЗМІСТ

	стор.
ВСТУП.....	6
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ	9
1.1. Систематизація підходів до визначення капіталу підприємства.....	9
1.2. Особливості формування капіталу в ритейлі.....	31
1.3. Еволюція теорій управління формуванням капіталу в ретроспективі розвитку економічної науки	48
РОЗДІЛ 2. КРИТЕРІЇ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ.....	67
2.1. Фінансова стійкість як цільова установка управління структурою капіталу в ритейлі.....	67
2.2. Методичні підходи до оцінки структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм мінімізації його вартості.....	88
2.3. Оптимізація структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм ефективності його використання	109
РОЗДІЛ 3. ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ.....	121
3.1. Організаційне забезпечення процесів управління формуванням капіталу підприємства.....	121
3.2. Удосконалення методичного інструментарію оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу.....	130
3.3. Імплементация науково-методичного підходу щодо оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу.....	139
ВИСНОВКИ.....	158
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	162

ДОДАТКИ.....	174
Додаток А Аналітична таблиця коефіцієнтів оцінки фінансової стійкості підприємств.....	175
Додаток Б Розрахунок умовних результативних показників для виявлення впливу факторів на зміну ефекту фінансового левириджу.....	180

ВСТУП

Від того, яким чином подано співвідношення всіх форм капіталу, що використовується підприємством у процесі своєї господарської діяльності, залежить ефективність його функціонування в умовах конкурентного ринку, фінансова стійкість, раціональність використання активів, і, як наслідок, - можливість досягнення певного обсягу діяльності та отримання необхідного розміру прибутку, який необхідний для подальшого розвитку господарського суб'єкта. Знання й розуміння фінансового механізму формування капіталу визначає значний обсяг методичного інструментарію оптимізації його структури на кожному підприємстві, що становить значний інтерес та практичну корисність для підприємців усіх рівнів. Тому управління формуванням оптимальної структури капіталу підприємства ритейлу набуває важливого значення в сучасних умовах і є, безперечно, однією з найактуальніших проблем підвищення ефективності господарсько-фінансової діяльності підприємства в цілому.

Проблема організаційно-методичного забезпечення управління формуванням капіталу приваблює велику кількість науковців. Вивчення опублікованих робіт виявило існування на даний момент ряду концепцій щодо доцільності управління формуванням структури капіталу, в основі яких лежать суперечливі підходи до можливості її оптимізації та визначення пріоритетних факторів, що визначають механізм такої оптимізації.

Економіка України знаходиться на особливій стадії розвитку та має свої специфічні риси, які відрізняються від специфіки розвитку держав з ринковою економікою, що значно ускладнює застосування існуючих методик оптимізації структури капіталу. Виникає необхідність узагальнення й систематизації концепцій управління формуванням капіталу та його структури з урахуванням сучасних умов. До того ж, галузева специфіка підприємств ритейлу, що характеризується певними особливостями формування та своїм циклом руху капіталу, створює потребу в розробці методичних підходів до оцінки структури

капіталу та її оптимізації за кількома критеріями. Актуальність викладених вище аспектів формування оптимальної структури капіталу та недостатність їх теоретичного розгляду з урахуванням економічних умов сьогодення та практичного застосування в ритейлі вимагає досконалого дослідження.

Метою дослідження є обґрунтування теоретичних засад та розробка практичних рекомендацій щодо побудови системи організації управління формуванням оптимальної структури капіталу в ритейлі за сучасних умов розвитку економіки в Україні. Цільова спрямованість дослідження обумовила постановку та розв'язання наступних завдань: систематизувати підходи до визначення сутності капіталу підприємства; визначити специфічні особливості формування капіталу в ритейлі та встановити фактори, що впливають на цей процес за сучасних економічних умов; дослідити еволюцію теорій управління формуванням капіталу в ретроспективі розвитку економічної науки; виявити місце та роль управління формуванням капіталу підприємств ритейлу в загальній системі управління підприємством; обґрунтувати використання фінансової стійкості як цільової установки управління структурою капіталу в ритейлі; систематизувати методичні підходи до оцінки структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм мінімізації його вартості; обґрунтувати оптимізацію структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм ефективності його використання; дослідити організаційне забезпечення процесів управління формуванням капіталу підприємства; удосконалити науково-методичний підхід до оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу та здійснити його імплементацію.

Об'єктом дослідження є формування системи організації управління формуванням оптимальної структури капіталу в ритейлі. Предметом дослідження є теоретико-методичні засади формування системи організації управління формуванням оптимальної структури капіталу в ритейлі.

Теоретико-методологічну базу дослідження склали загальнонаукові положення економічної теорії, теорії структури капіталу, наукові праці вітчизняних та зарубіжних фахівців у сфері дослідження управління капіталом,

законодавчі та нормативні акти України, дані мережі Internet. Дослідження організаційно-методичного забезпечення управління формуванням оптимальної структури капіталу в ритейлі базуються на принципах діалектики як загального методу пізнання. Для виконання поставлених завдань авторами використано низку методів, у тому числі: метод логічного узагальнення (у дослідженні поняття «капітал»), системний і комплексний підходи (у дослідженнях специфіки вітчизняного ритейлу та її впливі на формування капіталу, обґрунтуванні критеріїв управління формуванням структури капіталу), методи аналізу і синтезу (під час оцінювання оптимальності сформованої структури капіталу підприємств ритейлу за визначеними критеріями управління формуванням структури капіталу), графічного – для наочного зображення статистичного матеріалу та схематичного відображення низки теоретичних і практичних положень дослідження.

Теоретичні та методичні розробки мають прикладний характер і набули практичного втілення в діяльності підприємств м. Харкова: ТОВ «Олимп», а також використовуються в навчальному процесі Харківського державного університету харчування та торгівлі під час викладання дисциплін для підготовки фахівців за спеціальністю 073 «Менеджмент» вищого рівня освіти магістр – «Антикризовий менеджмент» (акти про впровадження від 10.04.19 р.).

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ

1.1. Систематизація підходів до визначення капіталу підприємства

Економічним призначенням будь-якого підприємства є виробництво продукції або надання послуг, потребу в яких відчуває ринок. Кожне підприємство намагається забезпечити результату своєї діяльності найбільшу споживчу цінність, що досягається за допомогою ефективного використання факторів виробництва на основі відповідної організації процесу виробництва та праці. Важливою умовою, що змушує працювати цю систему в ринкових умовах, є саме інвестування капіталу у фактори виробництва, у забезпечення безперервності його функціонування та реалізації продукції, а також у розширення виробництва. Тому щоденна господарська діяльність підприємства вимагає витрат певного розміру грошових коштів.

Кожне підприємство є елементом економічної системи та вступає в певні взаємовідносини з іншими підприємствами, бюджетом, власниками капіталу та іншими суб'єктами ринку, у процесі яких і виникають фінансові відносини, які складають сутність фінансів підприємства. Іншими словами, фінанси підприємства – це система грошових відносин, які виникають в процесі його фінансово-господарської діяльності, та за допомогою яких відбувається створення та використання цільових фондів грошових коштів [1–3]. Представники західної економічної думки наголошують, що саме фінанси підприємств є основою розвитку системи підприємництва та життєвою силою бізнесу [4; 5]. Без відповідного забезпечення фінансами відбувається стримування розвитку всіх елементів підприємництва та уповільнення прогресу.

Усі фінансові відносини виникають у процесі формування, руху

(розподілу й перерозподілу) і використання капіталу, доходів, резервів, фондів й інших грошових коштів підприємства, тобто його фінансових ресурсів. Характерною особливістю для фінансів будь-якої економічної системи є те, що фінансові ресурси виступають матеріальними носіями фінансових відносин. Доречно буде навести думку Р.І. Кеннеді: "матеріальні ресурси є джерелами прямих витрат і експлуатаційних витрат, так як являють собою фінанси, які вкладені в бізнес" [4, с. 27].

В економічній літературі існує безліч визначень фінансових ресурсів підприємства. Так, в одній із праць фінансовими ресурсами називається сукупність грошових коштів строго цільового використання, яка володіє потенційною можливістю мобілізації або іммобілізації [6]. Брагін Л. і Данько Т. під фінансовими ресурсами розуміють сукупність усіх грошових коштів і накопичень, які знаходяться в розпорядженні підприємства [7]. Інші дослідники відзначають, що фінансові ресурси – "це все грошові кошти підприємства, які накопичені в процесі розподілу і перерозподілу внутрішнього валового продукту, акумульовані в цільових джерелах і перетворені на відповідну матеріальну форму, або призначені для здійснення певних витрат" [8, с.36].

І. Балабанов визначає фінансові ресурси як грошові кошти, які підприємство має у своєму розпорядженні та які "спрямовуються на розвиток виробництва (виробничо-торгового процесу), утримання і розвиток об'єктів невиробничої сфери, споживання, а також можуть залишатися в резерве" [9, с. 65].

Павлова Л. під фінансовими ресурсами розуміє тільки власні джерела фінансування розширеного відтворення, які залишаються в розпорядженні підприємства після виконання поточних зобов'язань за платежами й розрахунками [10]. Романовський М., Врублевська О. та Сабанті Б. відносно цього визначення вказують на неправомірність обмеження фінансових ресурсів тільки рамками "розширеного відтворення" та віднесення до них лише "власних джерел фінансування", справедливо відзначаючи важливу роль в їх формуванні й залучених коштів (позик, кредиторської заборгованості, банківських кредитів

та інших) [11]. Так, Романовський М. підкреслює, що фінансові ресурси підприємства являють собою "... всі джерела грошових коштів, акумульовані підприємством для формування необхідних йому активів в цілях здійснення всіх видів діяльності, як за рахунок власних доходів, накопичень і капіталу, так і за рахунок різного роду надходжень" [12, с. 27].

Низка авторів під фінансовими ресурсами підприємств розуміє сукупність власних грошових доходів і надходжень ззовні (залучених і позикових коштів), що призначені для виконання фінансових зобов'язань підприємства, фінансування поточних витрат і витрат, пов'язаних із розширенням виробництва [13–15]. Це визначення збігається з визначенням, яке надано фінансовим ресурсам підприємства О. Волковим [16].

Сафронов Н. відзначає, що фінансові ресурси являють собою грошові кошти, які є в розпорядженні конкретного господарського суб'єкта та які відображають процес створення, розподілу та використання його доходів [17]. Інші дослідники, Горфінкель В. та Швандар В., надають більш загальне визначення фінансовим ресурсам, як сукупності грошових коштів у формі доходів і зовнішніх надходжень, призначених для виконання фінансових зобов'язань і здійснення витрат із забезпечення розширеного виробництва [1].

Наведені вище трактування говорять про різні підходи до визначення категорії "фінансові ресурси". Але вони всі зазначають, що фінансові ресурси виступають у вигляді "грошових коштів", які залучаються господарським суб'єктом з власних і позикових джерел для здійснення витрат, пов'язаних із поточною діяльністю та розширенням виробництва. Отже, під фінансовими ресурсами слід розуміти сукупність усіх грошових коштів і надходжень, що має підприємство в певний період (або на дату), і які спрямовуються на здійснення грошових розрахунків і відрахувань, необхідних для його виробничого та соціального розвитку.

Дійсно, фінансові ресурси використовуються підприємством у виробничій (операційній) та інвестиційній діяльності, а також спрямовуються на утримання й розвиток об'єктів невиробничої сфери, споживання,

накопичення в спеціальні резервні фонди та інше. Вони знаходяться в постійному русі, але перебувають у грошовій формі тільки у вигляді залишків грошових коштів на розрахунковому рахунку в банку або в касі підприємства.

В умовах ринкової економіки, як правило, використовують поняття "капітал", який є реальним об'єктом для отримання прибутку.

Капітал і фінансові ресурси мають одну й ту саму природу – грошові кошти. Але, як слушно зазначає низка дослідників, капітал є тою частиною фінансових ресурсів, яка призначена для розвитку торговельно-виробничого процесу, а саме – придбання предметів праці (сировини, матеріалів, товарів тощо), знарядь праці, робочої сили та інших факторів виробництва [9; 11; 18]. Іншими словами, капітал – це ті фінансові ресурси, за рахунок яких здійснюється формування активів підприємства, необхідних для здійснення його господарської діяльності. Через те, що капітал не може тривалий час знаходитися у вигляді грошових ресурсів, він є перетвореною формою фінансових ресурсів.

Капітал, як одна з найбільш часто використовуваних у фінансовому менеджменті економічних категорій, відома задовго до його зародження, отримала нове значення в сучасних умовах розвитку економіки України. Як головна економічна база створення й розвитку підприємства, капітал у процесі свого функціонування забезпечує інтереси держави, власників і персоналу.

Термін "капітал" має неоднозначне трактування у вітчизняній і зарубіжній економічній літературі. Первісне значення слова "капітал" (від лат. "capitalis") – головний. Пізніше в німецькій та французькій мовах цим терміном стали позначати головне майно, головну суму. Першу спробу дати науковий аналіз капіталу зробив Аристотель, який увів поняття "хремастика" ("хрема" – майно, володіння). Під хремастикою Аристотель розумів мистецтво забезпечення достатку, або діяльність, спрямовану на накопичення багатства, на отримання прибутку, на вкладення і накопичення капіталу. Оскільки в античному світі важливу роль відігравав торговельний та грошовий (лихварський) капітал, то метою торговельної діяльності було безмежне

накопичення багатства та постійне збільшення капіталу [19].

Класик буржуазної політичної економії А. Сміт ототожнював капітал з накопиченою працею, запасом машин, інструментів, сировини, одягу, їжі, грошей тощо [20]. Д. Рікардо трактував його як засіб виробництва. Палка та камінь у руках первісної людини вважались йому таким же капіталом як машини та фабрики.

На відміну від своїх попередників, К. Маркс підійшов до капіталу як до категорії суспільного характеру. Розглядаючи матеріально-речову структуру капіталу, він зазначав, що капітал складається зі знарядь праці, сировини, засобів до існування, матеріальних продуктів, певної суми товарів, мінових вартостей. За визначенням К. Маркса, капітал – це вартість, яка через експлуатацію робочої сили приносить додаткову вартість [21]. Так, вважалося, що капітал виражає "історично визначені суспільно-виробничі відносини між основними класами суспільства – капіталістами і робітниками, які визначають систему експлуатації найманої праці" [22, с.61]. Це визначення панувало тривалий час у нашій державі. Погоджуємося з думкою І. Балабанова щодо того, що це визначення не дає інструментарію для досліджень фінансових моделей сучасної економіки, оскільки базується на тому, що вартість праці як товару завжди є вищою над витратами на її придбання [9].

Серед трактувань капіталу варто згадати так звану теорію помірності, одним із засновників якої був англійський економіст Н.В. Сеніор [19]. Праця розглядалася ним як "жертва" робітника, який втрачає своє дозвілля та спокій, а капітал – як "жертва" капіталіста, який втримується від того, щоб усю свою власність використати на особисте споживання, і значну частину її перетворює на капітал. На цій базі був висунутий постулат про те, що блага сьогодення мають більшу цінність, ніж блага майбутнього. І, отже, той, хто вкладає свої кошти в господарську діяльність, позбавляє себе можливості реалізовувати частину свого багатства сьогодні, жертвує своїми теперішніми інтересами заради майбутнього. Така жертвовність заслуговує винагороди у вигляді прибутку й відсотка.

Бастіа Ф., досліджуючи сутність капіталу, відзначає, що він засновується на трьох властивостях, які притаманні людині – передбаченні, розумінні та помірності, а також зазначає, що капітал зростає сам собою під трійним впливом – діяльності, помірності і безпеки [23]. На думку І. Фішера, капітал породжує потік послуг, які обертаються припливом доходів [24]. Чим більше цінуються послуги того або іншого капіталу, тим вище доходи. Тому розмір капіталу потрібно оцінювати на основі розміру одержуваного від нього доходу. Таким чином, у поняття капіталу Фішер І. включав будь-яке благо, яке приносить прибуток своєму власникові (навіть талант). Аналогічної точки зору дотримується й Кейнс Д., який також розглядає капітал разом із його здатністю приносити дохід [25].

У наш час існують різні підходи до визначення капіталу – як сукупності засобів виробництва, або як суми грошей, що використовується в господарській діяльності з метою отримання доходу. Вважається, що перший підхід є більш широко розповсюдженим серед бухгалтерів, а другий – серед економістів. Так, прибічники підходу до визначення капіталу як до сукупності предметів фіксують процеси накопичення в натуральній формі й розглядають під капіталом матеріальні активи підприємства (основні засоби, інвентар тощо). За другим підходом, капітал являє собою інтерес власників підприємства, що відображений у планових розрахунках підприємця, які звернені в майбутнє (формально вони подані в балансі у вигляді акціонерного капіталу та нерозподіленого прибутку).

Не можна не погодитися з думкою англійського дослідника Дж.Р. Хікса щодо того, що перший підхід звернений в минуле [26]. Природу же капіталу найповніше відображає саме зростання його вартості в грошовій формі.

К.Р. Макконнел і С.Л. Брю, відносять капітал до складу економічних ресурсів і називають його ще "інвестиційними ресурсами", "засобами виробництва" та "інвестиційними товарами" (тобто тим, що у вітчизняній літературі називається реальним капіталом) [27]. Зазначимо, що вони під терміном "капітал" не мають на увазі гроші, мотивуючи це твердження тим, що

гроші самі по собі нічого не виробляють. Тому окремо виділяється категорія "фінансовий (або грошовий) капітал", під яким розуміються гроші, які підприємство має в розпорядженні для закупівлі інвестиційних товарів. Макконнел К.Р. і Брю С.Л., вказуючи на багатогранність та широту категорії "капітал", дають йому наступні визначення: по-перше, капітал – це ресурси, створені людиною, що використовуються для виробництва товарів та послуг; по-друге – це товари, які безпосередньо не задовольняють потреби людини; по-третє – це інвестиційні товари, засоби виробництва [27].

А. Булатов визначає капітал як певну суму благ у вигляді матеріальних, грошових та інтелектуальних коштів, що використовуються як ресурс у подальшому виробництві; тобто визначає капітал як капітальні блага, які призначені для виробництва інших благ [28].

Деякі дослідники розуміють під капіталом гроші, які залучені до обороту (шляхом вкладення їх у підприємницьку діяльність, надання в позику) та приносять доходи від цього обороту [1; 9]. Але, вважаємо, розуміти під капіталом тільки грошові кошти є неправильним. Слід погодитися з точкою зору К. Раїцького щодо того, що: "...капітал являє собою ресурси, які використовуються для виробництва і реалізації товарів і послуг" [29, с.105]. Тобто, у широкому розумінні ця категорія являє собою майно та грошові кошти, які здатні приносити дохід.

Дійсно, ряд дослідників розглядають під капіталом вартість, яка пускається в оборот з метою отримання прибутку [13]. Бланк І. дає наступне визначення капіталу – це матеріальні та грошові кошти, які інвестовані у формування активів підприємства для здійснення підприємницької діяльності [30]. Грязнова Л. та Федотова М. розглядають капітал як матеріальну базу сучасної економічної системи, розуміючи під ним (капіталом) не лише матеріально-речові фактори виробництва, але й економічні відносини між суб'єктами створення доходу, і зазначають, що капітал "... є основою, внутрішнім змістом будь-якого процесу створення продукту або послуги, що здійснюються з метою отримання доходу" [31, с.11].

На думку Бочарова В. і Леонтьєва В., капітал – це багатство, яке використовується для його власного збільшення (самозростання) [32]. Саме інвестування капіталу у виробничо-торговельний процес формує прибуток підприємця. Інші автори також вважають, що капітал являє собою вартість, яка авансована (або інвестована) у виробництво вартості з метою отримання прибутку (тобто відтворення нової вартості), і називають його вартістю, що сама зростає [6; 12; 29; 33].

Таким чином, сучасна економічна наука трактує капітал, як складну багатоаспектну категорію, еволюція якої відобразила історичний процес розвитку природи, форм руху, динаміки та структури товарного виробництва. Підсумовуючи зазначене вище бачимо, що в економічній теорії сформувалися п'ять підходів до визначення сутності капіталу [34] (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Основні підходи до визначення сутності капіталу

Зазначене вище підтверджує той факт, що капітал має багато визначень і може трактуватися як матеріальні ресурси, сума грошей та нематеріальні ресурси. Але більшість поглядів на капітал є схожі в тому, що він являє собою здатність приносити дохід. Таким чином, уточнюючи вищезазначене, під капіталом слід розуміти матеріальні, грошові та нематеріальні ресурси, що авансовано у формування активів підприємства, необхідних для здійснення його господарської діяльності, з метою отримання доходу та прибутку.

За суттю в капіталі відображається система грошових відносин, яка втілює циклічний рух фінансових ресурсів – від мобілізації їх у централізовані фонди грошових коштів, потім розподіл і перерозподіл, та отримання знову створеної вартості (або комерційного доходу) підприємства. Капітал, що залучається підприємствами для здійснення господарської діяльності, характеризується як багатоаспектною економічною сутністю, так і різноманітністю його видів. У сучасних економічних умовах існує необхідність уточнення та доповнення класифікації капіталу з метою забезпечення ефективності управління його формуванням на кожному підприємстві.

Не зважаючи на відмінності в класифікаціях капіталу, що надаються різними дослідниками, в економічній літературі існують два найбільш загальних напрямки його класифікації, які дозволяють впорядкувати процес формування капіталу з метою забезпечення оптимізації його складу. Це класифікація капіталу за джерелами та формами залучення. Найбільш повно окремі класифікаційні ознаки в розрізі кожного напрямку були систематизовані І. Бланком [35]. Пропонуємо використати цю класифікацію, доповнивши її кількома ознаками з розглянутих вище, що впорядковує процес формування капіталу підприємством (рис. 1.2).

Основними з цих ознак класифікації з позиції ефективного управління капіталом на підприємстві, на нашу думку, є розподіл капіталу за правом власності, групами джерел залучення, організаційно-правовими формами залучення, періодом залучення, формами авансування в активи та здатністю до отримання доходу.

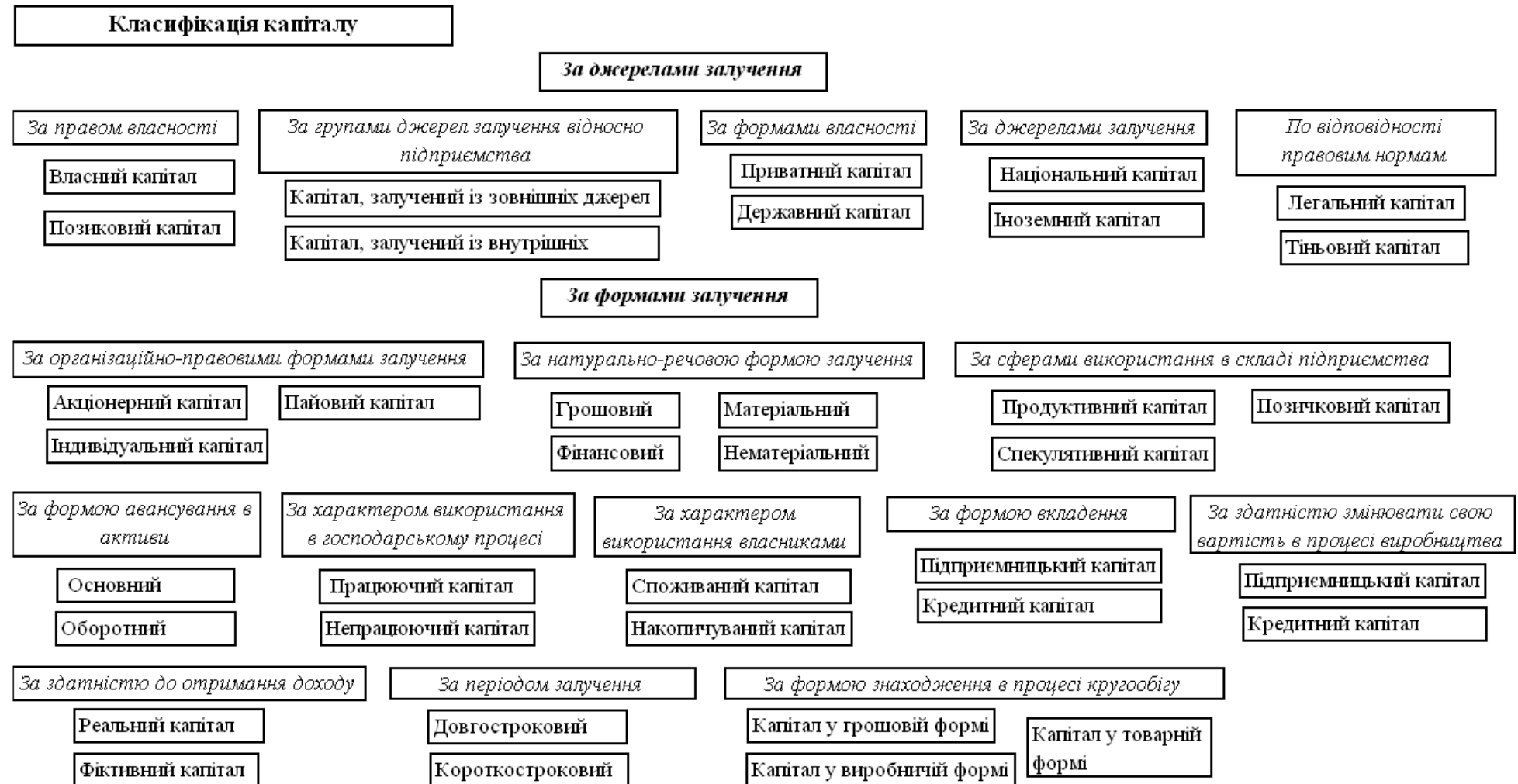


Рис. 1.2. Класифікація капіталу за джерелами та формами залучення

За джерелами залучення капіталу виділимо наступні класифікаційні ознаки:

1. Визначальним з наведених ознак класифікації вважається розподіл капіталу саме за правом власності (за належністю підприємству). За ним у складі капіталу, що залучається підприємством, виділяють два головних види: власний капітал і позиковий капітал.

Власний капітал характеризує вартість фінансових ресурсів підприємства, що належать йому на правах власності та використовуються для формування певної частини активів – "чистих активів". Тобто, власний капітал постійно знаходиться у власності підприємства і в його розпорядженні.

У науковій літературі існує декілька точок зору щодо складу власного капіталу. Так, Холт Р.Н. вважає, що існують два джерела і, відповідно, два види власного капіталу: використання доходу та випуск акцій [36]. Японський дослідник М. Аокі до власного капіталу також відносить емісію акцій і нерозподілений прибуток [37].

Слід зазначити, що в іноземній економічній літературі для позначення власних джерел фінансування використовується поняття "акціонерний капітал" по аналогії з поняттям "власного капіталу" у вітчизняній економічній літературі, де під акціонерним капіталом розуміється, як правило, статутний фонд [36; 38-40].

Колектив вітчизняних дослідників під керівництвом А. Мазаракі під власним капіталом розуміють суму початкового капіталу (який у вигляді коштів статутного фонду було інвестовано в діяльність підприємства) і власних фінансових ресурсів (сформованих або отриманих підприємством за період його діяльності) [41]. В. Ковальов до основних джерел власних коштів підприємства відносить акціонерний капітал і відкладений прибуток (фонди власних коштів і нерозподілений прибуток) [42]. На думку Н. Сафронова, власний капітал кожного підприємства складається з таких джерел: статутний капітал, різні внески та прибуток, що залежить від результатів діяльності підприємства [17].

Бланк І. включає до складу власного капіталу статутний і резервний фонди, нерозподілений прибуток, цільові фінансові фонди та інші види власного капіталу (розрахунки за майно, з учасниками та ін.) [35]. Герчикова І. розділяє власний капітал на "вкладений" капітал, накопичений прибуток (під яким розуміється нерозподілений прибуток) і фонди спеціального призначення [43]. При цьому, вкладений капітал складається з акціонерного, додатково сплаченого й резервного капіталів.

Романовський М. до складу власного капіталу організації відносить статутний (складовий), додатковий і резервний капітали, нерозподілений прибуток та інші резерви [12]. Дробозіна Л. виділяє у складі власного капіталу дві частини: постійну (статутний капітал) та змінну [44]. За рахунок змінної частини власного капіталу, яка залежить від фінансових результатів діяльності підприємства, відбувається формування резервного капіталу, додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку. Статутний капітал використовується підприємством для формування основного та оборотного капіталів, які знаходяться в процесі безперервного руху, приймаючи різні форми залежно від стадії кругообігу. Грузинов В. відносить до власних коштів (власного капіталу) підприємства статутний, додатковий і резервний капітали, резервний фонд, і, також, фонди накопичень, цільового фінансування й надходження, кошти від інших підприємств і осіб, орендні зобов'язання, нерозподілений прибуток минулого року, використаний і нерозподілений прибуток звітного року [45]. Інші дослідники виділяють у складі власного капіталу статутний капітал, фонди спеціального призначення та нерозподілений прибуток [46]. Таким чином, у цілому в складі власного капіталу можна виділити три основні складові: статутний капітал, резервний капітал і нерозподілений прибуток.

У національних Стандартах бухгалтерського обліку України джерела формування власного капіталу підприємства надані більш широко [47]. Так, до його складу крім статутного капіталу, резервного капіталу та нерозподіленого прибутку входять такі складові елементи, як пайовий, додатково вкладений, інший, вилучений та неоплачений капітали.

Класифікація капіталу згідно зі Стандартами бухгалтерського обліку створена саме з метою полегшення податкового обліку джерел коштів підприємства. Як бачимо, окремо виділяються такі складові власного капіталу, як статутний і пайовий капітал, які за своєю економічною суттю належать до одного виду.

Другою, не менш важливою, складовою капіталу підприємства є позиковий капітал, який має багато джерел і форм залучення. Позиковий капітал являє собою сукупність фінансових коштів, які залучаються підприємством для формування певної частини активів на поворотній та платній основі на певний період часу (у вигляді кредитів, фінансової допомоги, сум, що отримані під заставу та інших джерел). Таким чином, позиковий капітал набуває форми фінансових зобов'язань підприємства, за якими, як правило, здійснюється виплата відсотків за користування "чужими" фінансовими ресурсами. Ці відсотки залежать від тривалості використання цих ресурсів, норми відсотку за кредит на фінансовому ринку та деяких інших умов.

В іноземній економічній літературі термін "позиковий капітал" позначається термінами "борг", "фонди", "зобов'язання" та "боргові зобов'язання" [38; 39; 51–55]. У практиці вітчизняного бухгалтерського обліку прийнято називати всю праву частину балансу пасивом, розглядаючи її як єдине ціле [56]. Формально при цьому не виникає ніякої різниці. Але з фінансової точки зору власний капітал має зовсім іншу природу та принципово відрізняється від позикових джерел.

Щодо складу позикового капіталу також існує багато точок зору. Так, В. Ковальов поділяє позиковий капітал на джерела коштів фінансового характеру (позикові кошти) та поточну короткострокову заборгованість нефінансового характеру (під якою розуміється кредиторська заборгованість) [42]. При цьому позикові кошти складаються з довгострокових позикових коштів і короткострокових кредитів та позик. Інші автори, Герчикова І. та Бланк І., відносять до позикового капіталу короткострокові зобов'язання

(короткострокові кредити банків і позикові кошти, сплачені та несплачені в строк; кредиторську заборгованість та інші короткострокові пасиви) і довгострокові зобов'язання підприємства (довгострокові кредити банків і позикові кошти, сплачені та несплачені в строк) [35; 43].

Горфінкель В. і Швандар В. називають позиковий капітал зовнішніми зобов'язаннями (довгостроковими й короткостроковими), і зазначають, що з господарської точки зору вони являють собою джерело майна (активів), а з юридичної точки зору – борг підприємства [1].

На думку М. Аокі, позиковий капітал також складається з довгострокової заборгованості та поточних фінансових зобов'язань [37]. Але до довгострокових зобов'язань цей дослідник відносить не тільки довгострокові кредити банків (й інших фінансових посередників) і довгострокові облігації, але й резерви виплати компенсацій працівникам при звільненні. А до короткострокових – короткострокові кредити, рахунки торговельних розрахунків і векселі, які підлягають сплаті. Е. Хелферт відносить до позикового капіталу короткострокові зобов'язання (заборгованість власним робітникам, кредиторам, продавцям, владі з податків) та довгострокові зобов'язання (облігації, заставні й інші боргові інструменти зі строком погашення більше року) [57].

Згідно Стандартів бухгалтерського обліку в Україні позиковий капітал підприємства також поділяється на довгострокові та поточні зобов'язання (див. рис. 1.3). Слід зазначити, що тут у складі довгострокових зобов'язань, крім довгострокових кредитів банків і фінансових зобов'язань, окремо виділяється такий елемент, як відстрочені податкові зобов'язання [47]. Це збільшує валюту балансу без забезпечення її відповідними майновими ресурсами, що свідчить про незадовільність методики формування показників балансу [49].

Таким чином, до позикового капіталу підприємства можна віднести довгостроковий позиковий капітал (довгострокові кредити банків і позикові кошти, сплачені та несплачені в строк) і короткостроковий капітал (короткострокові кредити банків і позикові кошти, сплачені та несплачені в

строк, короткострокову заборгованість та інші короткострокові пасиви) [35; 43; 47].

2. За групою джерел залучення відносно підприємства виділяють капітал, що залучений із зовнішніх джерел, і капітал, що залучений із внутрішніх джерел. Такий розподіл капіталу також має велике значення. Для підприємства недостатньо негайного володіння певною сумою грошових коштів. Необхідно існування доступних джерел фінансування майбутніх дій та підтримка свого існування при спаді. Оскільки саме незабезпеченість джерелами фінансування є, на думку Р.І. Кеннеді, головною причиною невдач у підприємницькій діяльності [4].

У процесі господарського розвитку у підприємства виникає потреба в прирості капіталу, що забезпечується формуванням фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, які, залежно від місця формування, поділяються на зовнішні й внутрішні. Деякі дослідники ототожнюють власні джерела капіталу з внутрішніми, а позикові з зовнішніми [13]. Це, на нашу думку, є некоректним.

Так, зовнішні джерела формування власного капіталу формуються за межами підприємства шляхом залучення на безстроковий період власних фінансових ресурсів інших юридичних і фізичних осіб. Основні форми залучення власного капіталу із зовнішніх джерел відображені на рис. 1.3.

Зовнішні джерела формування власного капіталу	Додаткові внески з метою поповнення акціонерного (пайового) капіталу
	Безповоротно надана фінансова допомога
	Безповоротно отримані матеріальні та нематеріальні активи, що включені в баланс підприємства
	Внески спонсорів

Рис. 1.3. Склад зовнішніх джерел формування власного капіталу підприємства

Слід відзначити, що серед дослідників відбувається полеміка щодо джерела належності так званих "стійких пасивів", під якими розуміють

заборгованість підприємства з оплати праці працівникам, розрахунків із бюджетними та позабюджетними фондами, заборгованість зі страхування, резерви на покриття майбутніх витрат, кошти кредиторів, що отримані в порядку сплати за продукцію часткової готовності тощо [1; 16; 35; 41; 58–60].

Деякі дослідники до стійких пасивів, крім вищезазначеного, відносять статутний, резервний та інші фонди, а також довгострокові позики [61]. На нашу думку, це неправильно, оскільки "стійкі пасиви" утворюються через розбіжність строків нарахування відповідних коштів (наприклад, щоденно) і строків їх сплати (наприклад, раз на місяць). Таким чином, підприємство здійснює накопичення цих грошових коштів. Але наявність залучених коштів не є постійною величиною.

Низка дослідників прирівнюють "стійкі пасиви" до зовнішніх джерел власного капіталу підприємства [16; 41; 45; 58]. Інші дослідники, навпаки, відносять "стійкі пасиви" до внутрішніх джерел залучення, але вже позикового капіталу [35]. Це є більш справедливим, оскільки ці кошти з моменту свого нарахування вже не є "власністю" підприємства [62]. Підприємство може лише взяти їх у "кредит" на безкоштовній основі та користуватися ними протягом періоду часу до моменту їх обов'язкової сплати (наприклад, до бюджету).

Порівняно із зовнішніми джерелами фінансування власного капіталу, внутрішні джерела є більш дешевшим способом отримання додаткового капіталу. Їх залучення вимагає від підприємства менших організаційних, часових і фінансових зусиль.

Внутрішні джерела власного капіталу утворюються в процесі господарської діяльності підприємства. Тобто, це кошти, які залишаються в розпорядженні підприємства після відрахування витрат і обов'язкових платежів, що можуть бути використані на інвестування в розвиток господарської діяльності цього підприємства. Внутрішні джерела власного капіталу можуть бути сформовані за рахунок джерел, відображених на рис. 1.4.

Внутрішні джерела формування власного капіталу	Нерозподілений прибуток підприємства
	Виручка від реалізації власного майна підприємства
	Кошти фондів дооцінки вартості товарних запасів, основних засобів, нематеріальних активів й інших матеріальних цінностей
	Амортизаційні відрахування

Рис. 1.4. Склад внутрішніх джерел формування власного капіталу підприємства

Головне місце у складі цих джерел формування власного капіталу належить прибутку, який залишається в розпорядженні підприємства. Він є головним джерелом фінансування потреб підприємства, які визначаються як споживання й накопичення. Саме пропорції розподілу чистого прибутку на накопичення та споживання визначають перспективи розвитку будь-якого підприємства.

Підприємство самостійно визначає напрямки його використання та розмір прибутку, що буде спрямований на фінансування інвестицій. Так, частина прибутку, яка спрямовується на накопичення, використовується на розвиток господарської діяльності та сприяє зростанню активів підприємства. Частина прибутку, яка спрямовується на споживання, використовується для вирішення соціальних задач (що за суттю не є джерелом формування капіталу). Отже, важливою позитивною якістю нерозподіленого прибутку є створення ним додаткових ресурсів і, відповідно, активів, які знаходяться під контролем керівництва підприємства [4].

Необхідно відзначити той факт, що в наш час частка нерозподіленого прибутку в складі джерел фінансування є незначною (мають місце збитки) через незадовільний стан більшості галузей економіки та низьку рентабельність підприємств.

Другим, не менш важливим внутрішнім джерелом власного капіталу, який ще має назву "негрошових" витрат (через те, що платежі за ними здійснюються поза періодом, що охоплений розрахунками прибутку), є

амортизаційні відрахування та суми, які списані за будь-якими іншими статтями й перетворені на капітал [4].

За своєю економічною суттю амортизація являє собою процес поступового перенесення вартості основних засобів і нематеріальних активів по мірі зношування на продукцію, що виробляється (або реалізується), перетворення в грошову форму та накопичення ресурсів для наступного їх відтворення. Таким чином, амортизаційні відрахування являють собою грошовий вираз вартості зносу основних засобів і нематеріальних активів, і є стійким джерелом формування капіталу [9; 13; 41; 44]. Амортизаційні відрахування мають двоїстий характер через те, що входять до собівартості продукції і в складі виручки від реалізації повертаються на розрахунковий рахунок підприємства, і, таким чином, стають внутрішнім джерелом фінансування як простого, так і розширеного відтворення. Також до складу внутрішніх джерел формування власного капіталу підприємства відносяться кошти фондів дооцінки вартості товарних запасів, основних засобів і нематеріальних активів, виручка від реалізації власного майна.

Як зазначалося, багато підприємств здійснюють фінансування своєї діяльності як за рахунок власних, так і за рахунок позикових коштів. Романовський М. відзначає, що позикові кошти, перш за все, потрібні для фінансування підприємств, які знаходяться на стадії росту (коли темпи формування джерел власного капіталу відстають від темпів зростання обсягу випуску продукції), також при освоєнні нових видів продукції, розширенні частки підприємства на ринку, придбанні іншого підприємства (іншого виду бізнесу), модернізації виробництва тощо [12]. Основними формами залучення позикового капіталу є кредити, позики й позички.

Для успішного функціонування підприємств буде менше труднощів із додатковим фінансуванням, якщо їм доступні кредити. Тому важливе місце у складі зовнішніх джерел залучення позикового капіталу займає фінансовий і товарний кредити, випуск облігацій, надання коштів державних і недержавних програм на безвідсотковій основі.

3. За формами власності капітал поділяють на приватний і державний. Деякі економісти виділяють також і змішаний капітал, інвестований у підприємство в процесі формування його статутного фонду [19]. Такий поділ капіталу використовується в процесі класифікації підприємств за формами власності.

4. За джерелами залучення розрізняють національний (вітчизняний) і іноземний капітал, інвестований у підприємство. Такий поділ капіталу підприємств використовується в процесі відповідної їхньої класифікації.

5. За відповідністю правовим нормам функціонування розрізняють легальний і "тіньовий" капітали, використовувані в процесі господарської діяльності підприємства [63].

За формами залучення виділимо наступні класифікаційні ознаки капіталу.

6. За організаційно-правовими формами залучення капітал поділяється на акціонерний (капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств), пайовий (капітал партнерських підприємств — товариств із обмеженою відповідальністю, командитних товариств тощо) і індивідуальний (капітал індивідуальних підприємств — сімейних та ін.).

7. За натурально-речовою формою залучення розрізняють капітал у грошовій, фінансовій, матеріальній і нематеріальній формах, використовуваний для формування статутного фонду підприємства. Вартість матеріального, фінансового та грошового капіталу можна визначити досить точно. Нематеріальний капітал також відіграє велику роль в господарській діяльності та, як правило, приносить прибуток, незважаючи на те, що його вартість не завжди можна визначити. До нього відносяться ділові зв'язки, репутація підприємства на ринку, ділова ідея, володіння певними секретами виробництва в галузі технологій, ноу-хау, торгівельна марка, рішення в галузі дизайну, кодовані знання (довідники, каталоги, банки даних тощо) [29; 64].

8. За сферами використання в складі капіталу підприємства можуть бути виділені продуктивний, позичковий і спекулятивний його види [19]. Продуктивний капітал — характеризує кошти підприємства, інвестовані в його

операційні активи для здійснення виробничо-збутової діяльності. Позичковий капітал являє собою ту частину капіталу, що використовується в процесі інвестування в грошові інструменти (короткострокові та довгострокові депозитні вклади в комерційних банках), а також у боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі тощо). Спекулятивний капітал характеризує ту його частину, що використовується в процесі здійснення спекулятивних (тобто заснованих на різниці в цінах) фінансових операцій (придбання деривативів у спекулятивних цілях та ін.).

9. З економічної точки зору (тобто в матеріально-речовому втіленні, за об'єктом інвестування, за формою авансування в активи) капітал поділяється на основний та оборотний. Цей розподіл є близьким до позицій керівника підприємства, і ось чому. Розподіл капіталу за формою авансування в активи на основний та оборотний пов'язаний з характером кругообігу та формою його участі у створенні готової продукції. Так, основний капітал спрямовується на формування основних засобів і бере участь у виробництві (наданні послуг) протягом тривалого часу. Оборотний капітал спрямовується на формування оборотних коштів (на придбання сировини та матеріалів для кожного виробничого циклу, оплату праці) і повертається протягом одного виробничого циклу.

10. За характером використання в господарському процесі в практиці фінансового менеджменту виділяють працюючий та непрацюючий види капіталу [32]. Працюючий капітал характеризує ту його частину, що бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної й фінансової діяльності підприємства. Непрацюючий (або "мертвий") капітал характеризує ту його частину, що інвестована в активи, яка не бере особистої участі в здійсненні різних видів господарської діяльності підприємства й формуванні його доходів. Прикладом цього виду капіталу є кошти підприємства, інвестовані в приміщення й устаткування, що не використовуються; виробничі запаси для продукції, знятої з виробництва; готову продукцію, на яку повністю відсутній попит покупців у зв'язку із

втратою нею споживчих якостей та ін.

11. За характером використання власниками виділяють споживаний (який «проїдається») і накопичуваний (реінвестований) види капіталу [19]. Споживаний капітал після його розподілу на цілі споживання втрачає функції капіталу. Він являє собою дезінвестиції підприємства, здійснювані з метою споживання (вилучення частини капіталу з необоротних й оборотних активів з метою виплати дивідендів, відсотків, задоволення соціальних потреб персоналу й т.п.). Реінвестований капітал характеризує різні форми його приросту в процесі капіталізації прибутку, дивідендних виплат тощо.

12. За формою вкладення розрізняють підприємницький і кредитний капітал [9]. Підприємницький капітал вкладається в підприємство шляхом прямих або портфельних інвестицій з метою отримання прибутку та прав на управління. Кредитний капітал передається підприємству в тимчасове користування на умовах повернення й платності з метою отримання відсотку.

Цю класифікацію доречно назвати розподілом капіталу залежно від мети його вкладання в підприємство, яку переслідує власник капіталу.

13. За здатністю змінювати свою вартість у процесі виробництва капітал поділяється на змінний та постійний [65]. Змінний капітал являє ту частину капіталу, яка витрачається на придбання робочої сили і змінює свою вартість у процесі виробництва. Постійний капітал, що є частиною капіталу у вигляді засобів виробництва, на відміну від змінного не змінює свою вартість.

14. За здатністю до отримання доходу капітал поділяють на реальний і фіктивний [65]. Реальний капітал – це капітал у вигляді грошей та засобів праці, який забезпечує отримання доходу. Фіктивний капітал – це капітал у вигляді акцій, облігацій, заставних листів тощо, який тільки дає право на отримання доходу.

15. За тривалістю використання (періодом залучення) капітал поділяється на довгостроковий і короткостроковий [43, 63].

16. За формою знаходження в процесі кругообігу, тобто залежно від стадій загального циклу цього кругообігу, розрізняють капітал підприємства в

грошовій, виробничій і товарній його формах [35].

Відзначимо, що наданий досить великий перелік класифікаційних ознак не відбиває всього різноманіття видів капіталу підприємства, що використовуються в науковій термінології і практиці управління капіталом, які у більшості випадків повторюються та не мають значного впливу на процес управління. Так, Кейнс Д.М. виділяє основний, оборотний і ліквідний види капіталу. Різниця між ними полягає в наступному: доход на ліквідний капітал носить одноразовий характер, тоді як доход на основний капітал, що зношується, містить витрати використання, нараховані протягом кількох періодів, і прибуток, який отримано протягом цих періодів [25].

Булатов А. поділяє капітал за сферами використання на виробничий (промисловий), торговий і фінансовий (позичковий), а також виділяє грошовий, товарний і реальний (фізичний) капітали [28]. Герчикова І. класифікує капітал за принципом джерел формування та належності капіталів, що використовуються, на власний і позиковий капітали. Деякі дослідники виділяють реальний капітал, який існує у формі засобів виробництва, і грошовий (або інвестований) капітал, що існує у формі грошей і використовується як джерело коштів для забезпечення господарської діяльності підприємства, який є найбільш важливим для нашого дослідження [17; 29]. Зважаючи на все викладене вище, капітал можна поділити на матеріальний (реальний капітал і грошовий капітал, вартість яких можна визначити досить точно) та нематеріальний капітал.

При існуванні на сучасному етапі економічного розвитку підприємств торгівлі різних форм власності доцільним є дослідження питання формування їх капіталу, оскільки можливості становлення підприємницької діяльності та її подальшого розвитку в Україні можуть бути реалізовані за умови розумного управління капіталом, що вкладений у кожне конкретне підприємство.

1.2. Особливості формування капіталу в ритейлі

Основним завданням сучасного етапу економічних перетворень, що відбуваються в торгівлі, є створення сприятливих умов для ефективної господарської діяльності підприємств галузі. Досягнення цієї мети передбачає як удосконалення законодавчого, фінансового, податкового середовища, в якому функціонують підприємства ритейлу, так і потребує кардинального покращення роботи самих підприємств в умовах ринкових відносин.

Торгівля є особливою діяльністю людей, що пов'язана зі здійсненням актів купівлі-продажу, і являє собою сукупність специфічних технологічних і господарських операцій, спрямованих на обслуговування процесу обміну [2]. Відокремлення торгівлі в окрему галузь економіки пов'язано із суспільним розділом праці та виділенням торгового капіталу як частини промислового капіталу, що обумовлено прагненням до більш ефективного використання наявних ресурсів.

Підприємство торгівлі розглядається як форма комерційного підприємництва [66]. Так, відповідно до законодавства України під підприємництвом розуміється "...самостійна ініціатива, систематична, на власний ризик, діяльність по виробництву продукції, виконанню робіт, наданню послуг та заняття торгівлею з метою одержання прибутку" [67, с.28]. Як бачимо, цим критеріям повною мірою відповідає господарська діяльність підприємств ритейлу. Але разом з тим, необхідно враховувати, що комерційна діяльність підприємств ритейлу має низку характерних особливостей. Ці особливості, перш за все, містяться у виконанні торгівлею специфічних функцій, які визначені її сутністю як форми товарного обігу. Так, найважливішими функціями торгівлі є [2; 68–70]:

- реалізація виробленої споживчої вартості (тобто товарів);
- доведення товарів від виробництва до споживання методом їх купівлі та наступного перепродажу, із виконанням при цьому низки операцій з продовження процесу виробництва у сфері обігу (таких, як транспортування,

зберігання, додаткова доробка, сортування, фасування);

- підтримка балансу між пропозицією і попитом із одночасним активним впливом на виробництво в частині обсягу й асортименту продукції, що виробляється;

- зменшення витрат обігу у сфері споживання шляхом удосконалення технології продажу, розширення інформаційних послуг;

- маркетинг, розробка товарів, проведення досліджень ринку, організація розподілу, визначення ціни, створення служб сервісу тощо.

Таким чином, у системі галузей економіки торгівля є особливою ланкою, яка зв'язує виробників і споживачів продукції, що обумовлює відмінність підприємств ритейлу від підприємств інших галузей. Для галузі торгівлі характерно максимальне використання ринкових і фінансових механізмів, за яких самостійність підприємств у здійсненні торговельно-виробничого процесу відповідно до попиту споживачів є найбільшою.

Фінанси сфери обігу, до якої відносяться підприємства ритейлу, організуються на тих самих принципах, що й фінанси в цілому. Так, фінанси торгівлі являють собою систему "економічних відносин, за допомогою яких здійснюється формування, розподіл і використання грошових коштів" [66, с. 229]. Але в цьому процесі існують деякі відмінності.

Дійсно, за ринкових відносин існування та розвиток фінансових ресурсів обумовлено кругообігом товарно-грошових відносин у вигляді двох фаз, перша з яких пов'язана з рухом товарів (тобто їх купівлею), а друга – з рухом грошових коштів (реалізацією товарів у роздрібній торгівлі) [66]. Такому кругообігу коштів сприяють саме підприємства торгівлі. Так, під час реалізації товарів і послуг, вони з суми виручки грошових коштів відшкодовують купівельну вартість і витрати обігу та отримують відповідний дохід. Надалі, при використанні доходів підприємства формують грошові фонди для оплати поточних витрат і фінансування капітальних вкладень, здійснюють обов'язкове відрахування до позабюджетних фондів і платежі до бюджету у вигляді податків і фінансових санкцій. Таким чином, уся діяльність підприємств галузі

здійснюється за допомогою реального потоку грошових коштів. Отже, фінансові ресурси підприємств торгівлі виступають матеріальними носіями їх фінансових відносин і призначені для виконання фінансових зобов'язань, здійснення витрат та економічного стимулювання персоналу.

Специфіка, пов'язана зі специфікою економічних відносин у сфері обігу, у свою чергу впливає на організацію фінансової діяльності та формування капіталу підприємств ритейлу.

Підприємства торгівлі обслуговують стадію суспільного виробництва, яка називається обміном, а підприємства матеріальної сфери виробництва, в основному, опосередковують стадію розподілу і перерозподілу національного доходу. Тому, головна особливість капіталу сфери обігу полягає в галузевій специфіці її підприємств, яка міститься в тому, що вони не беруть участь у створенні вартості та в її початковому розподілі. Але сьогодні в Україні на формування капіталу підприємств ритейлу впливає не лише специфіка сфери обігу, а й процеси розвитку ринкових відносин, що також визначає певні особливості формування й використання ними капіталу порівняно з іншими галузями економіки.

Формування капіталу підприємств різних країн характеризується певними відмінностями та залежить від особливостей їх історичного та соціально-економічного розвитку. Серед різних форм фінансування, які характеризують ці відмінності, виділяють дві основні [37; 71]. Перша форма, характерна для США і Канади, передбачає наявність потужної системи фінансових посередників (таких як ощадні банки, приватні пенсійні фонди, страхові компанії тощо), які подають масований попит на довгострокові облігації фірм. Друга форма характерна для країн, де діяльність фірм пов'язана з великими банками (Японія та більшість країн Європейського союзу), тому більшу частину позикових коштів фірм становлять банківські кредити та позики.

В останні десятиріччя відбувається процес "розмивання" економічною та фінансовою інтеграцією національних особливостей системи приватних фінансів. Більше значення в сучасній теорії надається базовій пропорції

фінансової структури – співвідношенню між власним і позиковим капіталом фірми.

Специфічними рисами, що характеризують процес формування капіталу фірм в економічно розвинутих країнах є:

1) частка власного капіталу великих фірм у більшості країн Європейського економічного союзу та Японії з середини 80-х до середини 90-х років мала тенденцію до підвищення і становила 32–34%, у невеликих і середніх фірмах частка власного капіталу мала тенденцію до зниження і в середньому по країнам Європейського союзу становила біля 33%, у Японії – біля 21%. У США, де на початку 80-х років власний капітал становив біля 50% у сукупному капіталі, до середини 90-х років його частка зменшилася, наблизившись до середніх характеристик (близько 36%). Це свідчить про вирівнювання розходжень у частках власного капіталу в джерелах фінансування великих корпорацій; 2) центральне місце в прямому кредитуванні великих фірм Японії, Німеччини та Італії належить банківському кредитуванню. У США, Канаді та Великій Британії підприємства в більшій мірі спираються на ринок приватних облігацій. У складі позикового капіталу великих корпорацій Японії та США частка середньострокової та довгострокової заборгованості збільшилася до 37 та 53% відповідно. У більшості країн Західної Європи спостерігалася протилежна тенденція; 3) позиції невеликих і середніх підприємств на ринку приватних облігацій, як правило, є досить слабкими, тому значне місце в позиковому капіталі займають банківські позики, більша частина яких залучається на короткий строк.

У цілому, структура капіталу невеликих і середніх підприємств порівняно з великими фірмами в країнах з ринковою економікою характеризується більшою питомою вагою позикового капіталу [71]. Що стосується галузі торгівлі, то, наприклад, у США роздрібні торговельні фірми використовують позиковий капітал досить інтенсивно: структура капіталу в роздрібній торгівлі характеризується високою питомою вагою як короткострокової заборгованості (використовується для фінансування товарних запасів і становить біля 1–20% у

сукупному капіталі), так і довгострокових позик (залучається для фінансування будівництва магазинів, складських приміщень і становить біля 31–35% у сукупному капіталі) [5; 38].

Роздрібна торгівля в Україні у 2014–2015 рр. зазнала змін під впливом кризових процесів, які позначилися на розвитку основних соціально-економічних показників країни [77; 170]. Проте з 2016 року спостерігається позитивна динаміка у розвитку ритейлу. За даними Державного комітету статистики України за січень–листопад 2017 р. оборот роздрібної торгівлі досяг 725,0 млрд. грн, що у порівнянних цінах на 8,0% більше, ніж у січні-листопаді 2016 р. [75]. Протягом 2015–2016 рр. частка торгівлі в загальній ВДВ підвищилась до 12,3%, що є позитивним моментом і свідчить про зміцнення її позицій. Одним з основних індикаторів розвитку торгівлі є показник товарообороту. Так, із 2015 року роздрібна торгівля почала відновлювати свої позиції, про що говорить темп росту у 14,1% до попереднього року, що майже залишилося незмінним і у 2017 р. зокрема вітчизняна електронна торгівля, як ефективний канал просування товарів і послуг демонструє значно високі темпи зростання – у 2016 році темп зростання складає 71,8%. Однак кількість об'єктів роздрібної торгівлі скорочується, про що свідчить офіційна статистика. Так, за період з 2010 по 2016 р. кількість об'єктів роздрібної торгівлі скоротилася в 1,3 разу, що свідчить про продовження процесів концентрації в галузі.

У 2013 р. власний капітал підприємств торгівлі складав 97560,1 млн. грн, а в 2014 р. його значення зменшилося на 121565,7 млн. грн і стало від'ємним [75]. Така ситуація тривала протягом 2014-2016 рр., що пов'язано зі зростанням непокритого збитку підприємств галузі в цей період. Станом на 31.12.2017 р. торговельні підприємства функціонували з обсягом власного капіталу, який складав 1,32% від загальної суми капіталу (на відміну від підприємств інших видів діяльності, де показник власного капіталу був на рівні 30,5%) [75]. Торгівля була єдиним видом економічної діяльності, де мала місце така ситуація протягом досить тривалого періоду часу, що свідчить про низьку фінансову стійкість підприємств галузі і безперечно відображається на їх

можливостях формування капіталу з різних джерел. Головним джерелом формування оборотних активів протягом досліджуваного періоду були позикові кошти, найбільшу питому вагу в яких становила кредиторська заборгованість (її частка зросла з 54,62% у 2013 році до 51,42% у 2016 році), більша частина якої, у свою чергу, сформована кредиторською заборгованістю за товари, роботи та послуги.

Другим за значенням джерелом позикових коштів торговельних підприємств були інші поточні зобов'язання, обсяг яких збільшувався з 186,2 млрд. грн у 2013 році до 602,4 млрд. грн у 2016 р. (частка у загальному позиковому капіталі зросла з 23,38% до 38,95% відповідно). Величина короткострокових кредитів банків, які використовували торговельні підприємства мала нестійку динаміку по роках дослідження і в цілому протягом 2013–2016 років зменшилася з 135,24 до 130,05 млрд. грн (їх частка зменшилася з 14,46% до 8,73% відповідно) [75].

Торговельні підприємства в цілому тривалий час були збитковими, так, загальна сума їх чистого збитку у 2013 році складала понад 12 млрд. грн, а у наступному році внаслідок посилення фінансово-економічної кризи, спричиненої військовими діями на сході країни та анексією АР Крим, збільшилася. Однак вже у 2017 році підприємства отримали чистий прибуток, з них роздрібні підприємства – в сумі 3454,0 млн. грн. Кількість прибуткових підприємств роздрібної торгівлі у 2013 році складала 70,2%, а у 2017 році – 75,6%, що в цілому слід оцінювати позитивно, проте за роками динаміка не була однозначною.

У цілому сучасний розвиток ритейлу в Україні обумовлений наступними причинами: нестабільна політична ситуація в країні; загострення інфляції, значні коливаннями курсу та невизначеність у валютно-курсовій політиці держави; обмеження споживчого попиту і низька купівельна спроможність населення внаслідок скорочення доходів; складні умови кредитування бізнесу та високі процентні ставки за кредитами; постійне зростання цін на основні товари та послуги; зменшення обсягів вітчизняного виробництва та зростання

вартості імпоротної продукції в результаті девальвації гривні; недосконала законодавча база в системі оподаткування підприємств і розвиток стихійного ринку; недостатність торговельних площ, дефіцит торгових полок і висока орендна плата на торговельні площі; недостатньо повне та якісне обслуговування споживачів [77]. Відтак підприємства ритейлу безпосередньо мають складності у своєму функціонуванні та розвитку, що проявляються в: ускладненні формування політики закупівель і ціноутворення, кредитно-фінансової політики, труднощах у формуванні кадрової політики.

Прийняття рішень щодо формування капіталу є ітеративним процесом, який передбачає розгляд різних варіантів фінансування за відсутності єдиного підходу до формування структури капіталу не лише підприємств однієї галузі, а й для одного підприємства на різних етапах його розвитку, і підлягає впливу з боку цілої низки важливих і взаємозалежних внутрішніх і зовнішніх факторів.

Як відображено на рис. 1.5, до внутрішніх факторів, які безпосередньо торкаються інтересів власників підприємств через вплив на безпеку їх вкладень і розмір доходів, і обумовлюють принципи формування капіталу підприємства торгівлі, потрібно віднести фактори, пов'язані зі специфікою торговельної діяльності: структуру капіталу, що склалася на підприємстві; організаційно-правову форму діяльності; стадію життєвого циклу і розмір підприємства; рівень рентабельності операційної діяльності; міру фінансової стійкості; ефективність управління торговельним процесом на підприємстві; пріоритети власників і керівництва відносно вибору способу фінансування.

В економічній літературі виділяються кілька основних моментів, пов'язаних зі специфікою торговельної діяльності, що визначають особливості формування та склад капіталу підприємств ритейлу. Зупинимось детальніше на найважливіших із них.

По-перше, формування капіталу підприємств ритейлу залежить від складу й структури активів підприємств. Структуру ж активів підприємств галузі визначає специфіка торговельної діяльності, яка обумовлена, перш за все, особливостями торговельно-технологічного процесу. Тобто, для

підприємств торгівлі характерна більша питома вага оборотних активів (оборотного капіталу) і, відповідно, менша питома вага необоротних активів (основного капіталу) у сукупних активах.

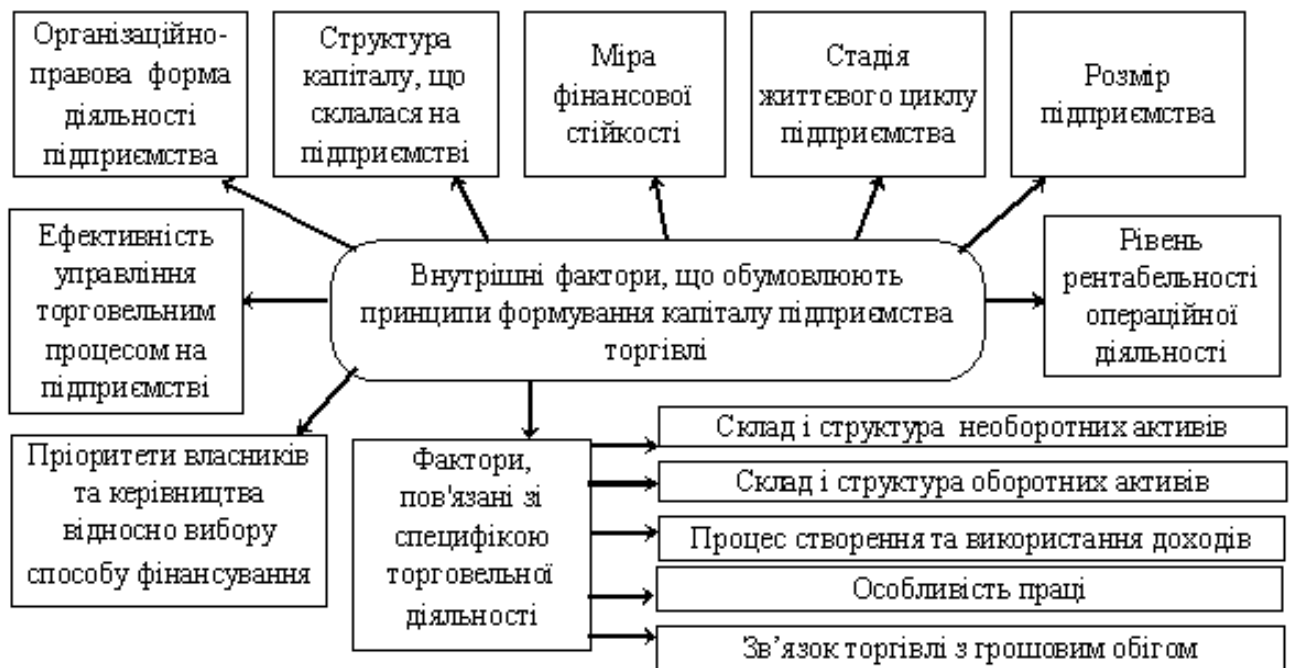


Рис. 1.5. Внутрішні фактори впливу на процес формування капіталу в ритейлі

Основу необоротних активів підприємств ритейлу в сучасних умовах складають основні засоби, а нематеріальні активи та довгострокові фінансові інвестиції займають поки ще незначну частку в їх загальній сумі, а в більшості підприємств галузі взагалі відсутні.

Внутрішньогруповий склад основних засобів підприємств торгівлі також має свої характерні особливості, які виражаються в тому, що пасивна їх частина (торговельні та складські приміщення) відіграють більш важливу роль порівняно з їх активною частиною (торговельно-технологічним устаткуванням). А саме, розміри, стан і місцезнаходження пасивних основних засобів впливають на ряд показників, що характеризують господарську діяльність підприємств торгівлі (такі, як обсяг товарообігу, забезпеченість товарними запасами, інтенсивність потоку покупців тощо). Пасивна частина

основних засобів складає значну частку всіх основних засобів підприємств ритейлу (біля 70–80%). З одного боку, це визначається специфікою торговельного процесу, необхідністю застосування ручної праці, але, з іншого боку, відображає більш низький рівень механізації та технічної озброєності праці в торгівлі порівняно з підприємствами промисловості [2; 66; 78].

Фінансування необоротних активів здійснюється, як правило, за рахунок власного та довгострокового позикового капіталу. До того ж, невелика частка цих джерел у сукупному капіталі підприємств ритейлу пояснюється невеликою питомою вагою необоротних активів у сукупних активах.

Також, принциповою особливістю складу основних засобів підприємств ритейлу, порівняно з підприємствами інших галузей, є розходження між частиною основних засобів, які належать підприємству торгівлі, і частиною основних засобів, які не є його власністю (тобто є орендованими), яка займає значну питому вагу в основних засобах торгівлі. Це також пов'язано зі специфікою галузі.

Крім того, важливою особливістю та відмінністю торгівлі від інших галузей народного господарства є різниця в тривалості життєвого циклу підприємств. Як правило, в економічній літературі виділяється сім стадій життєвого циклу: народження, дитинство, юність, рання зрілість, пізня зрілість, старіння та відродження [30; 41; 79]. Брагін Л. і Данько Т. виділяють чотири стадії: становлення, розширення, стабілізація та згасання [2].

Життєвий цикл підприємств ритейлу є менш тривалим порівняно з життєвим циклом підприємств інших галузей (наприклад, промислових підприємств), що пояснюється відсутністю виробничої стадії, виконанням підприємствами галузі функцій реалізації товарів і надання послуг населенню, мінливістю попиту тощо. Як правило, для підприємств ритейлу загальна тривалість усіх стадій життєвого циклу складає 15–20 років, після чого підприємство або припиняє своє існування, або "відроджується" на новій основі, яке може відбутися через зміну форми власності (появи нового складу власників), технічне переозброєння, впровадження нових технологій тощо [30].

Цілком природно, що в умовах нестабільного розвитку економіки тривалість життєвого циклу значної частини підприємств ритейлу є меншою навіть за 15 років (а в деяких випадках не перевищує й 5-ти років), через що становиться недоцільним вкладати власний капітал у необоротні активи, точніше в основні засоби.

До того ж, вартість придбання пасивних основних засобів є досить високою, що за відсутності в сучасних умовах у багатьох підприємств вітчизняного ритейлу необхідних фінансових ресурсів (пов'язаною як із несприятливою кон'юнктурою ринку кредитних ресурсів, так і з відсутністю достатнього розміру прибутку в самих підприємствах) негативно впливає на їх можливості придбати у власність споруди та приміщення. Це також пояснює наявність у підприємств галузі значної частки орендованих основних засобів, що, у свою чергу, відображається як на внутрішньогруповій структурі необоротних активів, так і на структурі сукупних активів. Так, у підприємств, власністю яких є пасивна частина основних засобів, склад активів характеризується переважанням питомої ваги необоротних активів. І, навпаки, якщо підприємство орендує основні засоби, то, відповідно, найбільшу питому вагу в сукупних активах займають оборотні активи.

Як правило, у більшості випадків до оренди звертаються підприємства невеликого розміру, тоді як основні засоби великих за розміром підприємств ритейлу знаходяться в їх власності ще з часів функціонування в командно-адміністративній економіці.

Ще одним моментом, який слід враховувати, є те, що необоротні активи не змінюють свою речову форму, але відбувається постійне зменшення їх вартості в процесі амортизації. Особливість торгівлі проявляється й в економічному обліку обігу основних засобів таким чином, що амортизація включається не до витрат виробництва, а до витрат обігу [80]. Відшкодовується вона не з виручки взагалі, а з торговельної націнки. Так, у процесі нарахування зносу, частина цієї вартості переходить з першого до другого розділу балансу, збільшуючи при цьому оцінку запасів. Таким чином, основні засоби впливають

на співвідношення змінних і постійних витрат обігу. Як результат збільшується собівартість продукції та зменшується прибуток, що також впливає на формування власних джерел капіталу.

По-друге, специфічну структуру джерел фінансування підприємств галузі визначають особливості складу й структури оборотних активів. Справа в тому, що специфіка торговельної діяльності визначає структуру активів підприємств ритейлу. Так, для підприємств торгівлі, на відміну від підприємств інших галузей економіки, характерна більша питома вага в сукупних активах оборотних активів (тобто оборотного капіталу), що безпосередньо пов'язано з виконанням ними своєї основної функції (реалізація товарів і надання послуг населенню). На окремих підприємствах цієї галузі частка оборотних активів сягає 80–90% від загальної суми активів. Основну частину оборотних активів торгівлі займають товарні запаси [30; 41]. Існування проміжку часу між надходженням товарів та їх реалізацією зумовлює додаткову потребу в оборотних коштах, основним джерелом формування яких є позиковий капітал у вигляді кредитів і позик.

Активи не можуть існувати окремо від капіталу, також як і наявність капіталу завжди передбачає його вкладення в конкретні активи. Динамічна природа взаємодії цих двох категорій є очевидною. Так, переважаюча в структурі активів підприємств торгівлі оборотного капіталу говорить про переважне фінансування діяльності підприємств за рахунок короткострокових позикових коштів (що і є характерним для галузі торгівлі) [62].

Оборотний капітал знаходиться в постійному русі та, протягом кругообігу під час обслуговування процесу товарного обігу, постійно змінює свою форму. Розглянемо цей процес детальніше.

Вихідною умовою для початку здійснення підприємством ритейлу господарської діяльності є наявність певного обсягу грошових ресурсів, які підприємству необхідно спрямувати на придбання відповідних активів. Ці грошові кошти, за умови повної сплати за товарно-матеріальні цінності, трансформуються в товарні запаси, які поступають у розпорядження

підприємства (тобто стають його власністю), що є основою для здійснення ним торговельної діяльності та досягнення запланованого обсягу реалізації.

У випадку авансової сплати за матеріальні активи виникає дебіторська заборгованість постачальників, яка повинна бути погашена через певний час шляхом постачання відповідних товарно-матеріальних цінностей. При реалізації підприємством товарів гроші, авансовані в товарні запаси, за умови повної сплати покупцями знову набувають грошової форми, таким чином завершуючи цикл руху оборотних активів. Як правило, унаслідок такого кругообігу відбувається зростання суми грошових коштів, тобто підприємство отримує прибуток.

У випадку, коли реалізація товарів здійснюється на умовах відстрочки платежу (підприємство надає покупцеві комерційний або споживчий кредит), відбувається трансформування товарів у дебіторську заборгованість покупців. Завершення циклу кругообігу оборотних активів також відбувається погашенням цієї заборгованості в грошовій формі.

Таким чином, швидка зміна оборотними активами своєї речової форми призводить до виникнення прибутку, який збільшує власний капітал підприємства.

По-третє, характерну особливість і порядок у торгівлі має створення та використання доходів. Підприємства торгівлі формують свої доходи з різних джерел і за різними видами господарських операцій. Основним джерелом доходів підприємств ритейлу, які безпосередньо пов'язані з галузевою специфікою їх діяльності, є доходи від реалізації товарів і надання платних торговельних послуг [81]. Формування комерційного доходу підприємства визначається рівнем цін виробників товарів і середніх цін на ринку. Джерелом його формування є торговельні націнки (торговельні надбавки), сума яких створює дохід від торговельної діяльності підприємства. За рахунок комерційного доходу підприємства торгівлі покривають витрати, які пов'язані з доведенням товарів до споживачів і наданням послуг. Таким чином, доходи підприємств галузі формуються в основному під впливом показників рівня

комерційного доходу та витрат обігу.

Різницю між комерційним доходом і витратами обігу складає прибуток, певна частина якого йде на сплату податкових та інших обов'язкових платежів із прибутку до бюджету, а інша частина залишається в розпорядженні підприємства та інвестується в господарську діяльність, або, якщо це передбачене статутом підприємства, передається у власність його членів або трудового колективу [82].

Для підприємств ритейлу характерним є коливання доходів і витрат через існування залежності результатів діяльності від кон'юнктури та ємності споживчого ринку (через мінливість попиту на товари та послуги), що вимагає здійснення ефективної комерційної діяльності для запобігання появи загрози зниження фінансової стійкості та ліквідності.

По-четверте, характерну особливість у торгівлі має праця. Торгівля, порівняно з іншими галузями економіки, не є трудомісткою. Праця в торгівлі має ряд певних особливостей, пов'язаних, насамперед, із виробництвом послуг та малою механізацією праці. А витрати на оплату праці займають у витратах обігу підприємств торгівлі головне місце (разом із відрахуваннями на соціальні потреби) [80].

По-п'яте, особливості формування капіталу підприємств ритейлу визначаються зв'язком галузі з грошовим обігом, що пов'язано з виконанням торгівлею функції обміну.

Потреба в поповненні платіжних коштів у торгівлі виникає практично щоденно внаслідок високої швидкості обігу товарних запасів. Кредитування підприємств галузі пов'язано із залученням зовнішніх джерел фінансування в їх розвиток. Так, господарські операції, що здійснює підприємство, зумовлюють безперервну зміну позикового капіталу: виникає й погашається кредиторська заборгованість, залучаються нові банківські кредити й позики. Ефективна торговельна діяльність неможлива без залучення позикового капіталу, оскільки його використання сприяє збільшенню обсягу реалізації товарів, ефективному використанню власного капіталу та зростанню його рентабельності.

У підприємств ритейлу існує потреба в залученні позикового капіталу, по-перше, для поповнення обсягу оборотних коштів підприємства, що планується; по-друге, для формування недостатнього обсягу виробничих інвестицій для розвитку підприємства на довгостроковій основі (придбання торговельно-технологічного устаткування, реконструкції тощо); по-третє, для забезпечення соціально-побутових потреб працівників підприємства.

Організаційно-правова форма та розмір також є важливим фактором, що визначає можливості підприємств торгівлі залучати ті чи інші види капіталу [30; 83]. У вітчизняній та зарубіжній економічній літературі виділяють три принципових види підприємств за формою створення та функціонування: індивідуальні, партнерські та корпоративні [18; 30]. Кожна з цих форм має свої певні переваги та недоліки відносно умов функціонування підприємства та можливості залучення ним капіталу.

Так, індивідуальне підприємство вважається найбільш ефективною формою функціонування підприємств торгівлі, які мають невеликий розмір [30]. Ці підприємства в більшій мірі, порівняно з підприємствами інших форм і більших розмірів, здатні швидко реагувати на зміни на споживчому ринку [84]. З іншого боку, економічні та фінансові результати їх діяльності залежать від різких коливань кон'юнктури окремих товарних ринків, що впливає на рівень прибутку, який є одним з основних джерел формування власного капіталу. Ціни на товари, що реалізуються такими підприємствами, є досить високими, оскільки вони, як правило, не мають можливості отримати знижку з ціни через невеликі партії закупки, що також негативно впливає на їх здатність залучати фінансові ресурси. А це часто означає, що такі підприємства не зможуть використовувати нові можливості через відсутність капіталу, що значно обмежує масштаби їх господарської діяльності та визначає низькі темпи розвитку.

Партнерські підприємства мають більші фінансові можливості щодо розширення масштабів діяльності та більш високі темпи розвитку порівняно з індивідуальними підприємствами [30]. Але їм притаманна менша оперативність

і висока ймовірність виникнення конфліктних ситуацій у прийнятті управлінських рішень. Крім того, обмежений період існування таких підприємств зменшує темпи розвитку через неможливість залучити додаткові грошові кошти для інвестицій. Партнерська форма організації вважається найефективнішою формою функціонування середніх за розміром підприємств торгівлі (що не виключає можливості створення невеликих і великих підприємств), і є найпоширенішою в сучасних умовах.

Корпоративні підприємства мають найбільші фінансові можливості залучати додатковий капітал через емісію акцій (облігацій) та отримання банківських кредитів, здешевлювати закупку товарів великими партіями (через отримання цінових знижок), пропонувати більш широкий та глибокий асортимент товарів і послуг (що дозволяє зменшити витрати обігу, знижувати ціну на продукцію, що реалізується, підвищити конкурентоспроможність, збільшити обсяги реалізації та отримати більшу суму прибутку) [85; 86]. Такі підприємства вважаються більш стабільними, вони охоплюють більший сектор ринку (порівняно з невеликими підприємствами) та мають добру ресурсну базу, що підвищує довіру постачальників, які можуть надавати їм більший період відстрочки платежу при закупівлі товарів великими партіями. Але через великі масштаби діяльності такі підприємства повільніше реагують на зміни на споживчому ринку, мають менш гнучку асортиментну політику та характеризуються низькою оперативністю прийняття управлінських рішень. Унаслідок цього великі підприємства можуть мати проблеми зі своєчасними розрахунками за зобов'язаннями перед постачальниками в короткостроковому періоді, що відображається на структурі їх капіталу. У цілому, корпоративні підприємства вважаються найефективнішим видом функціонування великих підприємств торгівлі, але в деяких випадках цей вид може бути використаний для створення підприємств середніх розмірів [30].

Роздрібна торгівля є однією з галузей, яка характеризується незначним позитивним ефектом масштабу та швидким виникненням негативного ефекту масштабу, через що існуючий обсяг споживчого попиту підтримує існування

великої кількості відносно невеликих за розміром підприємств, які здатні швидко реагувати на можливі зміни цього попиту, і характеризуються більшою ефективністю прийняття рішень порівняно з великими підприємствами [27].

Визначені внутрішні фактори впливу на процес формування підприємствами ритейлу капіталу є важливими та потребують урахування під час організації фінансової роботи з формування капіталу.

Вплив зовнішніх факторів на прийняття рішень щодо формування структури капіталу визначається зовнішнім середовищем функціонування підприємств ритейлу, тобто пояснюється позитивними й негативними тенденціями як в економіці в цілому, так і в ритейлі (рис. 1.6).

Таким чином, діяльність підприємств торгівлі, а отже й спроможність залучати і використовувати ті чи інші джерела формування капіталу, залежить від: стану законодавчого процесу; стабільності кон'юнктури товарного ринку; кон'юнктури фінансового ринку (що впливає на вартість залучення певного виду капіталу); ставлення кредиторів та інвесторів до конкретного підприємства; ступеня кредитного ризику та рівня потенціалу банківської системи тощо; податкового навантаження на підприємство (частки сплачуваних непрямих і прямих податків у виручці від реалізації); ступеня кредитного ризику та рівня потенціалу банківської системи; тенденцій розвитку інших галузей економіки (сільського господарства, легкої промисловості тощо) та ін.

Щодо можливостей підприємств торгівлі залучати кредитні ресурси, відзначимо, що характерною особливістю вітчизняного кредитного ринку сьогодні є, по-перше, його обмежений та ризикований характер, що зменшує імовірність отримання підприємствами необхідних кредитних коштів; по-друге, високий рівень кредиторської та дебіторської заборгованостей вітчизняних підприємств, який у 1,5–3 рази перевищує аналогічні показники в розвинених країнах; по-третє, не вигідні для підприємств кредитні відносини, оскільки кредитні інститути віддають перевагу отриманню односторонньої вигоди при реалізації кредитних відносин із підприємствами, що змушує позичальників здійснювати пошук альтернативних способів залучення позикових коштів; по-

четверте, кредитні відносини віддають перевагу стратегії задоволення короткострокових потреб позичальників у кредитних ресурсах, що стримує їх у здійсненні довгострокових потреб [63].

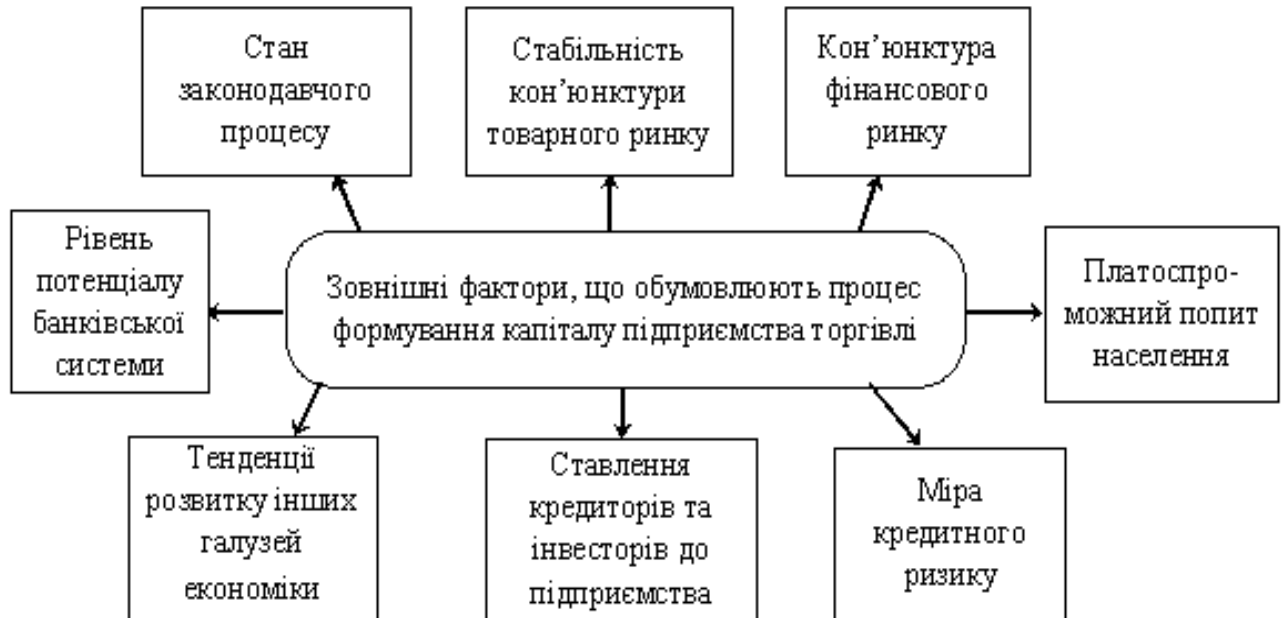


Рис. 1.6. Зовнішні фактори впливу на процес формування капіталу в ритейлі

Таким чином, на формування капіталу підприємств ритейлу в сучасних умовах впливає не лише галузева специфіка торгівлі, а й фактори, які знаходяться поза сферою їх управління, такі, як макроекономічна ситуація в державі, платіжно-розрахункові відносини, законодавчі процеси і деякі інші.

Основною метою фінансової роботи в підприємствах ритейлу є забезпечення господарської діяльності капіталом у необхідних обсягах і видах, ефективно та раціональне його використання, мобілізація грошових доходів, своєчасне та повне здійснення розрахунків із постачальниками, банками, бюджетом тощо. Тому для підприємства необхідним є забезпечення ефективної організації процесу формування різних видів капіталу з різних джерел.

1.3. Еволюція теорій управління формуванням капіталу в ретроспективі розвитку економічної науки

В умовах ринкової економіки управління підприємствами ритейлу зосереджується на використанні його внутрішнього потенціалу, на економічному обґрунтуванні рішень, які приймаються, що, у свою чергу, потребує здійснення заходів і методів фінансового управління підприємством. Дійсно, формування фінансових ресурсів, їх ефективне розміщення та використання неможливо без чіткої системи управління фінансами на підприємстві. Організація ж фінансів у будь-якій галузі й на підприємствах різного організаційно-правового статусу побудована на таких єдиних базових принципах, як економічна самостійність, самофінансування, матеріальна зацікавленість, фінансова відповідальність, контроль та резервування під фінансові ризики [87].

Ринкове середовище, розширення самостійності в прийнятті управлінських рішень привели в наш час до зростання значущості в управлінні будь-яким підприємством фінансового менеджменту, який є частиною загального менеджменту підприємства.

Традиційно вважається, що фінансовий менеджмент як наука відокремився від прикладної мікроекономіки у 50-х роках ХХ століття [11]. Але його розвиток в останні двадцять років свідчить про зближення з такими теоріями в галузі управління, як загальний і виробничий менеджмент, маркетинг, а також із сучасними напрямками обліку – управлінським обліком і контролінгом. Грязнова А. розглядає фінансовий менеджмент як формальне управління процесами фінансування підприємницької діяльності [88]. Деякі автори під ним розуміють управління фінансами підприємства, спрямоване на досягнення стратегічних і тактичних цілей його розвитку [61; 89]. За визначенням В. Горфінкеля та В. Швандара, фінансовий менеджмент являє собою систему раціонального управління рухом грошових потоків, які виникають у процесі господарської діяльності підприємства в цілях досягнення

поточних і стратегічних цілей [1, с. 533]. Іншими словами, фінансовий менеджмент пов'язаний з оптимізацією фінансових ресурсів підприємства з метою досягнення власниками максимального доходу.

Найбільш повним, на наш погляд, є визначення фінансового менеджменту як специфічної області "управлінської діяльності, пов'язаною з організацією грошових потоків підприємства, формуванням і використанням капіталу, грошових доходів і фондів, необхідних для досягнення стратегічних і тактичних цілей розвитку підприємства" [11, с. 450].

У цілому, фінансовий менеджмент покликаний формувати найбільш раціональні управлінські рішення з питань управління грошовим оборотом, процесом формування й використання капіталу та служить для досягнення цілей і задач, що стоять перед підприємством, координації різних напрямків його фінансової діяльності та забезпечення високої ефективності результатів цієї діяльності. Отже, сутність фінансового менеджменту полягає у вирішенні конкретних проблем стосовно фінансування підприємства, таких, як прийняття інвестиційних рішень, визначення потреби в капіталі, формування його оптимальної структури тощо. Успішно організований фінансовий менеджмент є важливим фактором успіху підприємства на ринку. І навпаки, неефективно організоване управління може послабити його конкурентну позицію.

Зміни пріоритетів в об'єктах і цільових установках управління підприємством торгівлі, що відбулися в останні роки, значною мірою зменшили обмеження щодо залучення та використання ресурсів. А ефективне управління передбачає оптимізацію всіх видів ресурсів, що використовуються підприємствами у своїй господарській діяльності [90–92].

Для дослідження фінансів підприємства велике значення має поняття "фінансового забезпечення підприємницької діяльності", яке являє собою сукупність форм і методів, принципів і умов фінансування підприємства. Іншими словами, фінансова забезпеченість підприємництва – це управління капіталом, а саме, діяльність з його залучення, розміщення й використання [78; 93].

Капітал займає важливе місце на всіх стадіях управління, у тому числі в стратегічному плані розвитку підприємства. Становлення в Україні багатоструктурної економіки й ринкового ціноутворення докорінно змінює механізм управління капіталом на підприємстві. Організація ефективного управління капіталу з урахуванням методів, адекватних ринковій економіці, здійснюється в рамках фінансового менеджменту.

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 у 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 (статутний капітал), джерел формування (власний і позиковий капітал), характеру обороту й ліквідності (основний і оборотний капітал) та методу обчислення (поточна, цільова, гранична вартість капіталу) [6].

Управління капіталом підприємства ритейлу являє собою систему принципів і методів розробки й реалізації управлінських рішень, пов'язаних із визначенням оптимальних параметрів його обсягу й структури, а також із його залученням із різних джерел у різних формах для здійснення ефективної господарської діяльності та отримання доходу (прибутку).

Функціональними напрямками управління капіталом підприємства (або менеджменту капіталу), як це показано на рис. 1.7, є управління формуванням й управління використанням капіталу підприємства [94].

Рівень ефективності господарської діяльності підприємства визначається, в основному, цілеспрямованим формуванням його капіталу.

Головною метою цього процесу є задоволення потреби підприємства у придбанні необхідних активів і оптимізація структури капіталу з позицій забезпечення умов його ефективного використання.

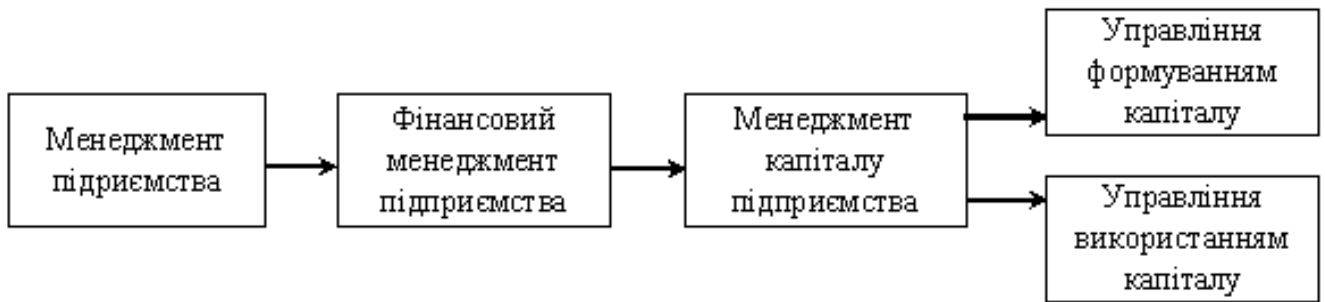


Рис. 1.7. Місце управління формуванням і використанням капіталу в ієрархічній системі менеджменту підприємства

Основні напрямки управління формуванням капіталу відображені на рис. 1.8.

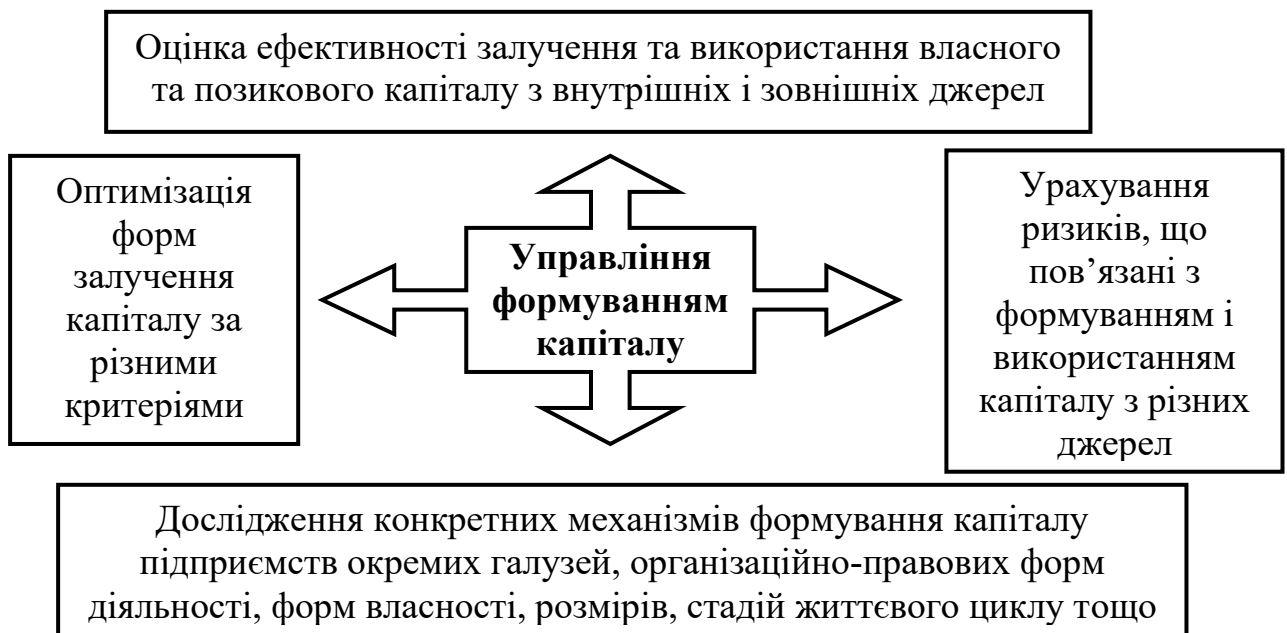


Рис. 1.8. Основні напрямки управління формуванням капіталу

Діяльність підприємства ритейлу в умовах ринкової економіки неможлива без періодичного використання різних форм і джерел фінансування. Зовнішнє й внутрішнє фінансування знаходяться в тісній взаємозалежності. Так, внутрішні джерела формування капіталу є гарантом погашення заборгованості із зовнішнього фінансування. Достатній же розмір зовнішнього

фінансування дозволяє підприємству розширити господарську діяльність та підвищити рентабельність використання активів. Але, як слушно зазначає Стоянова О.С., це не означає взаємозамінності [56]. Тобто, зовнішнє боргове фінансування не повинно підміняти залучення й використання власних джерел капіталу.

Серед основних переваг використання власного капіталу, як правило, виділяють простоту його залучення, більшу віддачу за критерієм норми прибутку на вкладений капітал і зменшення ризику фінансової стійкості й банкрутства підприємства (рис. 1.9). Це дозволяє підприємству ритейлу, яке використовує лише власний капітал для фінансування своєї господарської діяльності, досягнути найбільшої фінансової стійкості. Власний капітал також є важливим чинником у фінансових взаємовідносинах підприємства з іншими суб'єктами ринку.

Переваги	Недоліки
Простота залучення, що характеризується прийняттям рішень без необхідності одержання згоди інших господарюючих суб'єктів	Висока вартість
Висока здатність генерування прибутку в усіх сферах діяльності, (не потрібне сплати відсотка за кредит)	Неможливість забезпечити перевищення коефіцієнту фінансової рентабельності підприємства над економічною рентабельністю
Забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, зниження ризику банкрутства	Обмеженість обсягу залучення фінансових ресурсів для розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства на окремих стадіях його життєвого циклу

Рис. 1.9. Переваги та недоліки власного капіталу

Проте, використання виключно власного капіталу для фінансування

діяльності обумовлює необхідність його формування в розрахунку на максимальну потребу, що значно зменшило б ефективність використання оборотних активів підприємства торгівлі за рахунок уповільнення швидкості їх обороту. Таке підприємство тим самим суттєво обмежує темпи розширення своєї діяльності (темпи зростання товарообігу) в умовах сприятливої ринкової кон'юнктури та не має можливості підвищити рентабельність використання власного капіталу. Тому, формування активів тільки за рахунок власного капіталу є економічно недоцільним.

Хоча основу діяльності будь-якого підприємства складає власний капітал (важливу роль якого в діяльності підприємства, безумовно, не можна ні заперечувати, ні зменшувати), на підприємствах ряду галузей економіки обсяг позикового капіталу, що використовується, значно перевищує обсяг власного капіталу. Звідси, важливою функцією фінансового управління на підприємстві, що спрямована на досягнення максимальних результатів господарської діяльності, є залучення й ефективне використання позикового капіталу.

Основні переваги та недоліки позикового капіталу наведені на рис. 1.10.

Підприємство, яке використовує позиковий капітал, має не лише найбільший приріст фінансової рентабельності діяльності та фінансовий потенціал розвитку, але й більший фінансовий ризик і загрозу банкрутства.

Брігхем Ю. відзначає три особливості залучення позикового капіталу [38]:

1. Високоризиковим компаніям, прибутковість капіталу яких значно коливається, потрібно, за інших рівних умов, використовувати позиковий капітал у меншому ступені, ніж низькоризикованим. Тобто, фірми з невеликим рівнем ризику можуть більш активно залучати позикові кошти оскільки мають достатню фінансову стійкість.

2. Компанії, що володіють реальними активами (нерухомістю) і реалізують їх на товарному ринку, можуть мобілізувати позиковий капітал у більшому обсязі, ніж фірми, що володіють тільки нематеріальними активами. У випадку фінансових утруднень нематеріальні активи знецінюються швидше,

ніж звичайні матеріальні активи.

Переваги	Недоліки
Широкі можливості залучення (зокрема при наявності гарантії або застави)	Генерує меншу норму прибутку внаслідок необхідності сплати відсотків за кредит
Забезпечує ріст фінансового потенціалу підприємства і обсягів його господарської діяльності	Висока залежність вартості позиченого капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку
Порівняно низька вартість	Ризик зниження фінансової стійкості та втрати платоспроможності
Здатність генерувати приріст фінансової рентабельності за рахунок забезпечення розширення господарської діяльності	Складність процедури залучення (залежність від рішення кредиторів, необхідність надання відповідних сторонніх гарантії або застави)

Рис. 1.10. Переваги та недоліки позикового капіталу

3. Компанії, що мають високе податкове навантаження (у формі платежів із прибутку), можуть мати більш високу кредиторську заборгованість, ніж фірми з невисоким рівнем податкових платежів. При високих податкових платежах зростають переваги позикового фінансування за рахунок позитивного впливу ефекту фінансового важеля на ріст рентабельності власного капіталу корпорації (звичайно, до розумної межі). Таким чином, із формуванням капіталу підприємств ритейлу пов'язане поняття їх фінансової структури, тобто співвідношення власного та позикового капіталу, що використовується у господарській діяльності.

Взагалі, під поняттям "структура капіталу" у вітчизняній економічній літературі розуміється співвідношення всіх власних і позикових джерел капіталу підприємства. Але в перекладній іноземній літературі часто зустрічається трактування поняття "структура капіталу" як співвідношення власного (акціонерного капіталу) та довгострокового позикового капіталу, без урахування короткострокових зобов'язань [95]. До складу ж власного капіталу

доцільно включати не лише акціонерний (статутний, пайовий) капітал, але й нерозподілений прибуток, рівно як і до складу позикового капіталу – всі види й форми довгострокових і короткострокових позикових ресурсів. Урахування всіх джерел капіталу дозволяє поєднати в дослідженні ефективність його використання з ефективністю використання активів, у які він був інвестований.

Формування фінансової структури капіталу, під якою розуміємо спосіб фінансування діяльності підприємства в цілому, займає важливе місце в теорії фінансового менеджменту в процесі управління капіталом підприємства ритейлу, оскільки є досить складним чинником, який знаходиться у взаємозалежності з багатьма показниками та характеристиками господарської діяльності підприємства торгівлі. Тому задача оптимізації структури капіталу є однією з найважливіших і складних задач, що вирішуються в процесі фінансового управління підприємством. Як зазначає В. Суторміна, "...кожне підприємство прагне досягти оптимальності у співвідношенні між джерелами фінансування" [5, с.185].

Нікбахт Е. і Гроппеллі А., серед чинників, що впливають на вартість підприємства, виділяють, насамперед, співвідношення власних і позикових джерел капіталу [95]. Бланк І. також відзначає важливу роль структури капіталу у формуванні ринкової вартості підприємства. На його думку, максимізація ринкової вартості підприємства досягається за такої структури капіталу, яка забезпечує "... оптимальні пропорції між рівнем рентабельності власного капіталу та рівнем фінансової стійкості..." [96, с. 437]. В іншій роботі науковець указує на те, що зв'язок між структурою капіталу та вартістю підприємства "... опосередковується показником середньозваженої вартості капіталу" [35, с. 45].

Оскільки через ціну капіталу його структура впливає на ринкову вартість підприємства, тому концепція структури капіталу досліджується в одному теоретичному комплексі з концепцією вартості капіталу та концепцією ринкової вартості підприємства. Отже, процес оптимізації структури капіталу передбачає встановлення цільової структури капіталу, за якою максимізується

ринкова вартість підприємства.

Підхід до визначення структури капіталу з позиції його джерел є важливим під час прийняття фінансових рішень, оскільки дозволяє відповісти на основні питання управління фінансами – стосовно джерела необхідних ресурсів і способу їх розміщення.

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 [18; 35; 42; 97; 98]: 1) концепція індиферентності структури капіталу; 2) традиціоналістична концепція структури капіталу; 3) компромісна концепція структури капіталу; 4) концепція "субординації джерел"; 5) 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 індиферентності 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 [18; 42; 97; 99]. На думку засновників цієї теорії, вартість капіталу корпорації визначається виключно потоком її прибутку, який залежить від інвестицій.

Модель структури капіталу Міллера-Модільяні показує: якщо ринкова вартість боргу фірми підвищується внаслідок фінансового левериджу корпорації, то, відповідно, на цю ж суму знижується ринкова вартість оплаченого капіталу. Тому на ринкову вартість усього капіталу його структура не впливає. Ринкова вартість не зміниться, якщо корпорація профінансує свою "економічну експансію" на 100 % за рахунок заборгованості або, навпаки, тільки власним капіталом. Теоретично оптимальним варіантом є структура капіталу, що складається на 100% із позикового капіталу, тому що відсотки за кредити звільняються від оподаткування, а весь прибуток оподатковується.

Для обґрунтування цього підходу автори використали цілий ряд обмежень, деякі з яких у подальшому були пом'якшені [38; 97; 100]: одна група ризику для всіх компаній; однакові очікування інвесторів відносно майбутньої доходності та ризикованості доходів, що передбачається; наявність "досконалого" ринку капіталу (де відсутні брокерські комісійні та існує однаковий відсоток по кредитах для будь-яких інвесторів), що передбачає можливість використовувати повну інформацію для всіх учасників та раціональність їх поведінки; єдина безризикова ставка відсотків для всіх учасників, незалежно від розмірів їх позикового капіталу; безстроковий характер усіх потоків грошових коштів; відсутність оподаткування прибутку, трансакційних витрат і витрат, пов'язаних із банкрутством.

Гіпотеза Модільяні-Міллера піддавалась критиці з боку як теоретиків, так і практиків, які відзначали головним недоліком ігнорування умов фінансового ринку. Відзначимо, що концепція незалежності механізму формування вартості капіталу й ринкової вартості підприємства від його структури має лише теоретичний характер, який не є сумісним з ситуацією формуванням підприємством структури капіталу. Тому цей механізм слід розглядати як принциповий механізм оцінки ринкової вартості підприємства в умовах функціонування досконалого ринку.

На основі критичних зауважень були розроблені поправки до цієї теорії, головні з яких пов'язані зі спадами і витратами на оплату послуг агентств. Кожне підприємство за несприятливих умов може наблизитись до банкрутства; а витрати на банкрутство, за підрахунками американського економіста Альтмана Е., перевищують 20% вартості корпорації [38]. Фінансові потрясіння відбуваються найчастіше в тих випадках, коли у складі капіталу корпорації є високий відсоток позикового капіталу. Таким чином, чим більше підприємство використовує позиковий капітал для фінансування діяльності, тим вище витрати, пов'язані з обслуговуванням заборгованості, тим вище можливість зниження прибутків (що може призвести до фінансових потрясінь), і тим вище імовірність зростання витрат, пов'язаних із виходом із кризового стану. Тобто

зростання імовірності фінансових потрясінь знижує поточну вартість фірми і підвищує її очікувані втрати.

Представники другого напрямку розвитку теорії структури капіталу, 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 [101]. Виходячи з цього, зростання питомої ваги позикового капіталу в усіх 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 та деяких інших сучасних економістів була заснована компромісна концепція [38]. Відповідно до неї менеджери будь-якого підприємства 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 із зростанням частки позикового капіталу. Ця концепція включає до механізму формування структури капіталу низку реальних умов функціонування ринкової економіки, які не були враховані в попередніх концепціях: 1) реальна ринкова економіка враховує оподаткування прибутку, що суттєво впливає на формування вартості окремих елементів капіталу, а тому, і на його структуру; 2) при оцінці вартості окремих елементів капіталу необхідно враховувати ризик банкрутства підприємства, який пов'язаний з недосконалістю капіталу, що формується; 3) вартість окремих елементів капіталу, залученого ззовні, повинна включати в себе операційні витрати із його залучення.

Таким чином, у реальній економіці структура капіталу формується під впливом багатьох суперечливих факторів, які створюють певне співвідношення

рівня прибутковості та ризику використання капіталу. Також компромісна модель передбачає, що всередині галузі всі підприємства мають схожі структури капіталу, типи активів, виробничий ризик і дохідність. Але, як правило, на практиці основні положення цієї концепції не підтверджуються.

Крім цих основних концепцій теорії структури капіталу існують ще багато інших. Так, на початку 60-х років XX ст. Г. Дональдсон, на основі проведеного дослідження практики формування структури капіталу корпорацій запропонував ряд заходів, які можна використовувати під час прийняття фінансових рішень [5; 38]. Його концепція "субординації джерел" передбачає:

по-перше, що підприємства насамперед використовують для фінансування внутрішні джерела (нерозподілений прибуток і амортизацію);

по-друге, при визначенні 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, при виникненні необхідності залучення зовнішнього капіталу визначається жорстка послідовність залучення: банківські позички – випуск конвертованих облігацій – випуск нових акцій.

Концепція протиріч інтересів формування структури капіталу містить положення про різні інтереси й рівень інформованості власників, інвесторів, кредиторів, менеджерів у процесі управління ефективністю 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").

Теорія асиметричної інформації заснована на положенні про те, що ринок

капіталу не є повністю досконалий у всіх аспектах, що призводить до різної оцінки майбутнього рівня прибутковості та ризику його діяльності (відповідно, й умов оптимізації структури капіталу). Ця теорія була розроблена С. Майєрсом на основі зіставлення компромісної теорії та теорії Г. Дональдсона. Вона ґрунтується на тому, що менеджери корпорацій володіють більш повною інформацією ніж інвестори, і передбачає володіння однаковою інформацією всіма учасниками прийняття рішень, і будь-які зміни в доході від основної діяльності корпорації є випадковими. Тому менеджери можуть інформувати про свою діяльність інших учасників шляхом прийняття рішень. І якщо ці рішення дають позитивний результат, то інвестори платитимуть за акції корпорації більше [38]. Рівень інформаційної асиметрії та її вплив на інформованість інвесторів різний для підприємств різних галузей і періодів часу.

Теорія сигналізування є логічним розвитком попередньої теорії і заснована на тому, що ринок капіталу "сигналізує" своїм учасникам (кредиторам й інвесторам) про перспективи розвитку підприємства на основі поведінки менеджерів на цьому ринку.

Теорія моніторингових витрат заснована на різниці інтересів і рівня інформованості власників і кредиторів підприємства, унаслідок чого наявність моніторингових витрат обмежує ефективність використання позикового капіталу та повинно враховуватися в процесі оптимізації його структури.

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. Ця теорія була сформульована С. Россом і отримала назву "статичної" теорії структури капіталу [18]. Такі ж самі висновки відносно формування оптимальної структури капіталу зробив Бригхем Ю., проаналізувавши компромісні моделі й теорію асиметричної інформації [38].

Як правило, підприємство може обрати будь-яку структуру капіталу, яку тільки забажає. Але головною метою керівництва підприємства є вибір такої структури капіталу, яка за його найнижчої вартості 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 би залучати нові види капіталу на прийнятних для цього підприємства умовах. Так, наприклад, 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 левериджу [38; 39; 52].

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, враховуючи величину прибутку на акцію залежно від рівня прибутку до сплати відсотків і податків; використання аналізу потоків грошових коштів з метою визначення спроможності фірми сплачувати фіксовані платежі; розрахунок коефіцієнтів покриття, що дозволяють визначити спроможність фірми обслуговувати заборгованість [36].

Деякі вітчизняні автори відзначають необхідність удосконалення структури капіталу за критерієм його ефективності, що також передбачає використання рівня рентабельності власного капіталу [5; 61]. Ковальов В. розглядає оптимізацію структури капіталу підприємства за критерієм фінансування активів, що пов'язана з вибором джерел фінансування різних складових частин активів [100].

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

вітчизняних авторів, що враховували б особливості національного економічного, політичного й корпоративного розвитку.

Найбільш повно та систематизовано процес формування оптимальної фінансової структури капіталу підприємства ритейлу був розглянутий І. Бланком, А. Мазаракі, Л. Лігоненко і Н. Ушаковою, за якими були виділені наступні підходи до оптимізації структури капіталу [41; 94]:

- оптимізація структури капіталу за критерієм політики фінансування активів;
- оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості;
- оптимізація структури капіталу за критерієм ефективності його використання.

Перший підхід, оптимізація структури капіталу за критерієм політики фінансування активів, пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства [102].

У спеціалізованій літературі відбувається полеміка щодо кількості підходів до фінансування різних груп активів підприємств. Так, М. Абрютіна, запропонувала досить оригінальну методологію на основі системи національних рахунків, яка міститься не у співвідношенні позикових коштів і їх покритті, а у визначенні достатності (або недостатності) власного капіталу для забезпечення нефінансових активів [80]. Ця методологія базується на застосуванні фінансово-економічних категорій макрорівня в аналізі фінансово-економічної діяльності підприємств. Відповідно до цієї методики накладення структурованого пасиву балансу на структурований актив відбувається за певним принципом, згідно з яким власний капітал послідовно порівнюється з нефінансовими активами, немобільними активами й неліквідними активами; а фінансові активи, мобільні активи й ліквідні активи порівнюються з позиковим капіталом. При цьому може виникнути одна з дев'яти ситуацій (варіантів співставлення), яка становить особливість фінансово-економічного стану підприємства на певний момент часу.

Бланком І. виділяється три принципових підходи до управління активами

підприємства: консервативний, помірний та агресивний [35]. Вітчизняні дослідники під керівництвом Н. Ушакової також говорять про три політики фінансування активів підприємства: консервативну, агресивну і компромісну [41]. Не менш відомий автор та дослідник в галузі фінансового менеджменту, В. Ковальов, виділяє чотири моделі поведінки підприємства: ідеальну, агресивну, консервативну й компромісну [42].

При цьому всі активи поділяють на три групи [35; 41]: 1) необоротні активи; 2) постійна частина оборотних активів – це та частина активів, яка не залежить від коливань товарообігу і не пов'язана з формуванням товарних запасів сезонного зберігання; тобто це мінімально необхідний і досить стабільний обсяг забезпечення поточних потреб підприємства ритейлу; 3) змінна частина оборотних активів – це частина, яка залежить від коливань товарообігу, формування товарних запасів, сезонного зростання грошових коштів та дебіторської заборгованості підприємства. Формування активів здійснюється за рахунок таких джерел, як власний капітал, довгостроковий позиковий капітал, короткострокові кредити й кредиторська заборгованість (короткострокові зобов'язання).

Вибір того чи іншого підходу зводиться до визначення розміру довгострокових пасивів і розрахунку на його основі величини власного оборотного капіталу як різниці між довгостроковими пасивами й необоротними активами. Так, ідеальна модель ("агресивна" за І. Бланком і Н. Ушаковою) побудована, виходячи із сутності категорій "оборотні активи" й "короткострокові зобов'язання" та їх відповідності одна одній. Ця модель отримала назву "ідеальної" саме через сполучення активів і джерел їх фінансування виходячи з їх економічного змісту [42]. Вона передбачає фінансування необоротних активів за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань. Усі оборотні активи повинні же фінансуватися за рахунок короткострокових зобов'язань.

З одного боку, цей підхід забезпечує найнижчу вартість капіталу підприємства. Але з іншого боку, у цьому ми погоджуємося з В.В. Ковальовим,

він є найризикованішим з позицій ліквідності через те, що, за несприятливих умов, підприємство може постати перед необхідністю продажу частини своїх основних засобів для покриття поточної кредиторської заборгованості [42]. За І. Бланком, ця модель є проблематичною з позиції забезпечення платоспроможності й фінансової стійкості підприємства торгівлі, оскільки існує чимала загроза настання кризи платоспроможності, хоча й дозволяє здійснювати господарську діяльність з мінімальною потребою в довгострокових пасивах [35]. Тому перед підприємством постає задача постійного координування строків отримання короткострокових кредитів із необхідними строками використання капіталу для формування своїх оборотних активів. Незважаючи на це зауваження саме ця модель тривалий час була та й досі є характерною для більшості вітчизняних підприємств торгівлі.

Для конкретного підприємства найбільш бажаною вважається одна з трьох наступних моделей стратегії управління активами, які передбачають, що для забезпечення ліквідності як мінімум необоротні активи й постійна частина оборотних активів повинні покриватися довгостроковими пасивами. Таким чином, різниця між моделями визначається тим, які джерела фінансування обираються для покриття змінної частини оборотних активів.

Агресивна модель ("помірна" – за І. Бланком і "компромісна" – за Н. Ушаковою) 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, відповідно, фінансується за рахунок короткострокових зобов'язань.

Ця модель забезпечує прийнятний рівень фінансової стійкості (тобто дозволяє забезпечити компроміс між вартістю капіталу та ризиком його втрати). Але з позиції ліквідності вона також вважається ризикованою, тому що в реальному житті (за нормальних умов господарювання) для підприємства неможливо обмежитися лише мінімальним розміром оборотних активів.

Компромісна модель ("консервативна" – за І. Бланком і Н. Ушаковою)

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.

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. Вважається, що ця модель також носить штучний характер [100].

В окремих випадках підприємство може мати надлишкові оборотні активи, що негативно впливає на прибуток; але, запевняє В. Ковальов, це слід розглядати як платню за підтримку ризику втрати ліквідності на певному рівні [42]. Слід погодитися з думкою вітчизняних авторів щодо "обтяжливості" такого підходу до фінансування активів для підприємства через досить високу вартість капіталу [41].

Як правило, у реальному житті розглянуті підходи до фінансування активів підприємства мають багато проміжних варіантів і в чистому вигляді практично не зустрічаються. Залежно від свого ставлення до фінансових ризиків торговельні підприємства ритейлу можуть обрати один із варіантів наведених моделей.

Також необхідно враховувати той факт, що сьогодні в Україні значне місце серед позикових джерел капіталу підприємств торгівлі займає кредиторська заборгованість, тому наведені моделі фінансування активів необхідно автоматично скоригувати у відповідному напрямку.

Другим варіантом оптимізації структури капіталу є оптимізація за критерієм його вартості. Вартість є фундаментальним поняттям економічних теорій й одним з основних понять фінансово-економічної теорії, яке відображає умови залучення фінансових ресурсів для формування капіталу та дозволяє оцінювати, регулювати й прогнозувати фінансову діяльність підприємства. Вона може трактуватися одночасно як суб'єктивна корисність конкретного блага, так і як об'єктивно необхідні витрати для його виробництва [103; 104].

Основна складність під час розрахунків вартості капіталу полягає у визначенні вартості одиниці капіталу, який був отриманий з певного джерела коштів. В економічній літературі існує 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 [12; 18; 105].

За показник оптимізації структури капіталу за критерієм його ефективності використовують рівень рентабельності власного капіталу [36; 61]. Під час розробки політики в галузі структури капіталу підприємство становить перед собою певну мету, яка полягає у збільшенні частини позикового капіталу, якщо необхідні для фінансування діяльності кошти вигідніше взяти в кредит, або, навпаки, фінансування буде здійснюватися за рахунок власного капіталу. Тому в якості наступного критерію оптимізації важливе значення набуває показник фінансового левериджу як вимірювач фінансового ризику фірми [106].

У цілому, з урахуванням розглянутих критеріїв оптимізації кожне підприємство торгівлі може формувати кінцевий варіант фінансової структури капіталу. Але й тут є свої нюанси, пов'язані з визначенням пріоритетності застосування певного критерію для конкретного підприємства. Звичайно, не можна нав'язувати підприємствам якусь конкретну модель фінансування активів з наведених вище, але все ж таки необхідно намагатися якомога ближче дотримуватися загальновідомих положень цієї політики. Вважаємо, що в даній ситуації необхідно проводити комплексні заходи щодо оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу, які містяться в збалансуванні зазначених критеріїв. До того ж, потрібно діяти не тільки одними зусиллями конкретних підприємств, а й залучати до співробітництва державні й банківські структури, оскільки від покращення фінансового стану підприємства залежить як стан суб'єктів фінансового ринку, так і благополуччя держави.

РОЗДІЛ 2

КРИТЕРІЇ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ

2.1. Фінансова стійкість як цільова установка управління структурою капіталу в ритейлі

Одним із напрямків досягнення мети максимізації ціни підприємства шляхом нарощування його капіталізованої вартості є управління капіталом підприємства, який використовується для формування його активів. Діяльність будь-якого підприємства є можливою лише за умови наявності джерел його фінансування, які відрізняються одне від одного за своєю економічною суттю, способами й принципами виникнення, строками мобілізації, тривалістю існування, привабливістю з точки зору того чи іншого учасника ринку та деякими іншими особливостями.

Незважаючи на існування різних підходів до оптимізації структури капіталу підприємства, не існує чітко визначеної послідовності здійснення цього процесу. У сучасній літературі з фінансового менеджменту пропонуються різні методичні підходи до вирішення проблеми оптимізації структури капіталу. Але, як правило, дослідники приділяють увагу якомусь одному з них, не розглядаючи їх разом, що дозволило би, на нашу думку, більш ефективно зрозуміти природу оптимізації з точки зору ефективності управління формуванням капіталу. Отже, важливим є не тільки застосування того чи іншого критерію, але й обґрунтування послідовності використання підходів до оптимізації структури капіталу підприємства роздрібної торгівлі.

З урахуванням існуючих підходів до оптимізації структури капіталу підприємств, доцільно проведення комплексних заходів щодо оптимізації, які містяться у збалансуванні кількох критеріїв. Процес оптимізації структури капіталу підприємства роздрібної торгівлі повинен включати наступні підходи у такій послідовності:

- 1) оптимізація структури капіталу за критерієм фінансової стійкості;
- 2) оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості;
- 3) оптимізація структури капіталу за критерієм ефективності його використання.

Таким чином пропонується вилучити підхід до оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу за критерієм фінансування активів, що пов'язаний із процесом вибору джерел фінансування різних складових частин активів, і, тим самим, передбачає встановлення певного співвідношення власних і позикових джерел капіталу. Відомо, що від структури капіталу залежить фінансове становище підприємства, а отже і його фінансова стійкість. Звідси, співвідношення власного й позикового капіталу підприємства певним чином відображає міру його фінансової стійкості. Таким чином доцільне замінити критерій фінансування активів критерієм фінансової стійкості, що має принципове значення для подальшого дослідження.

Відзначимо, що в економічних працях підхід до розрахунку оптимальної структури капіталу з позиції фінансової стійкості в чистому вигляді практично не зустрічається. Так, наприклад, І. Бланк не виділяє фінансову стійкість як окремий критерій оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу, але розглядає її як один з етапів процесу оптимізації, а саме, як один з елементів аналізу капіталу [94]. Інші автори також розглядають фінансову стійкість у контексті проведення аналізу капіталу підприємства [41]. Спроба врахування фінансової стійкості була зроблена представниками харківської наукової школи, які розглядали її як один із можливих критеріїв управління пасивами підприємств торгівлі без урахування системності їх використання [107].

У даному контексті фінансова стійкість не є предметом аналізу капіталу підприємства ритейлу, вона розглядатиметься як цільова установка управління структурою капіталу, тобто як один із критеріїв послідовної оптимізації фінансової структури капіталу. Перш ніж обґрунтувати цю думку, вважаємо за доцільне провести аналіз економічної літератури, що дозволить нам більш повно зрозуміти сутність категорії "фінансова стійкість".

Відзначимо, що фінансовий стан підприємства торгівлі може бути охарактеризований як з позиції короткострокової перспективи (оцінка платоспроможності та кредитоспроможності), так і з позиції довгострокової перспективи (оцінка фінансової стійкості). Найважливішою ж характеристикою фінансового стану підприємства торгівлі вважається саме стабільність його діяльності з точки зору довгострокової перспективи, яка пов'язана, насамперед, зі структурою капіталу й активів підприємства та ступенем його залежності від власників і кредиторів.

В економічній літературі існує багато визначень фінансової стійкості. Взагалі, під фінансовою стійкістю розуміється незалежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування [7; 41]. Тобто, виходячи з цього, фінансово стійким є підприємство, фінансування діяльності якого відбувається лише за рахунок власних джерел. Бланк І. розглядає фінансову стійкість як характеристику стабільності фінансового положення підприємства, що забезпечується високою часткою власного капіталу в загальній сумі використовуваних фінансових коштів" [96, с. 475].

Також існують більш складніші визначення цієї категорії, які пов'язані з використанням інших характеристик фінансового стану підприємства.

Так, М. Абрютіна та А. Грачов вважають фінансову стійкість фінансовим і економічним станом підприємства, за якого платоспроможність зберігає стійку тенденцію, тобто є сталою в часі, а фінансова структура капіталу заходиться в межах, які забезпечують цю платоспроможність" [108, с. 211]. На думку Шуляка П., фінансова стійкість є таким станом рахунків підприємства, який гарантує його постійну платоспроможність; але відзначає, що платоспроможність є лише зовнішнім проявом фінансової стійкості, у той час як її сутністю є забезпеченість запасів джерелами формування. З іншого боку, міра цієї забезпеченості є причиною того або іншого ступеня платоспроможності / неплатоспроможності, що виступає наслідком забезпеченості [109, с. 658].

Лушин С. і Слепов В. розуміють фінансову стійкість як стан фінансових

ресурсів підприємства, їх розподіл і використання, який забезпечує розвиток підприємства на основі зростання прибутку і капіталу за збереження платоспроможності і кредитоспроможності в умовах припустимого рівня ризику [61]. Стоянова О. зазначає, що фінансова стійкість підприємства передбачає поєднання чотирьох позитивних характеристик фінансово-господарського стану: високої платоспроможності, високої ліквідності балансу, високої кредитоспроможності й високої рентабельності [56].

Цілком погоджуємося з думкою М. Крейніної, яка зазначає, що фінансова стійкість є більш широким і нечітким поняттям, ніж поняття "платоспроможність" і "кредитоспроможність", оскільки містить в собі оцінку різних сторін діяльності підприємства [110, с. 82].

Т. Унковська розглядає категорію стійкості дещо з іншої точки зору, а саме, у контексті принципового досягнення стану рівноваги системи [111]. Цей підхід заснований на положенні загальної теорії оптимального управління щодо того, що стан рівноваги системи є стійким, якщо за незначного відхилення від рівноваги, через зміну початкових умов або флуктуацій зовнішніх параметрів, виникає вплив, який повертає систему до стану рівноваги. У випадку, коли невеликі флуктуації викликають значні зміни траєкторії системи та кардинальну зміну режиму її функціонування, поведінка системи характеризується як нестійка. Виходячи з цього, фінансова стійкість підприємства визначається як його здатність досягати й підтримувати стан фінансової рівноваги. Іншими словами, відхилення від точки рівноваги характеризує міру фінансової стійкості. Цієї точки зору й будемо триматися далі.

Таким чином, фінансова стійкість є однією з найважливіших характеристик фінансового стану підприємства ритейлу. А фінансова структура капіталу, визначаючи міру фінансової стійкості, визначає стан таких важливих характеристик фінансово-господарської діяльності підприємства як платоспроможність, кредитоспроможність, рентабельність і ліквідність. Отже, оптимізуючи структуру капіталу підприємства ритейлу, здійснюємо вплив на

його фінансову стійкість. Тому оцінку фінансової стійкості необхідно внести до системи критеріїв, сформовану А. Мазаракі, Н.М.шаковою, Л. Лігоненко та І. Бланком, і розглядати як перший критерій оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу.

Оскільки критерій оптимізації повинен мати кількісну оцінку, проведемо дослідження з метою обрання конкретного показника фінансової стійкості підприємства ритейлу як критерію оптимізації за фінансовою стійкістю. Відзначимо, що в економічній літературі надається важливе значення питанню щодо того, які показники відображають міру стійкості фінансового стану підприємства. Але, водночас, відзначається відсутність єдиного підходу до побудови відповідного алгоритму оцінки фінансової стійкості й наявність багатьох різних методик, які пропонують використовувати показники, що відрізняються один від одного за методом розрахунку.

Багато показників мають різний зміст залежно від обраних для оцінки дослідником джерел коштів, що пов'язано з існуванням в економічній літературі трьох варіантів розрахунку показників фінансової стійкості залежно від того, які дані приймаються до уваги [100; 112].

Перший варіант передбачає розрахунок коефіцієнтів фінансової стійкості, що засновані на інформації про всі джерела коштів, тобто всіх видів довгострокового й короткострокового капіталу.

Другий варіант передбачає використання даних тільки про довгострокові джерела капіталу (власний та довгостроковий позиковий капітал) і є більш поширеним у зарубіжній практиці. Використання такого підходу пояснюється тим, що фінансові аналітики є частіше стривоженими довгостроковою заборгованістю фірми, ніж короткостроковою (оскільки короткострокова заборгованість є досить мінливою). Тому, широке поширення за кордоном отримав показник "загальної капіталізації фірми", що являє собою суму довгострокової заборгованості та власного капіталу, на який фінансові менеджери звертають більшу увагу, ніж на загальну суму капіталу.

Третій варіант розрахунку показників передбачає використання даних

про джерела капіталу фінансового характеру; тобто до уваги беруться власний капітал, довгостроковий позиковий капітал і короткострокові банківські кредити. Нефінансова короткострокова заборгованість виключається, оскільки вона є результатом поточної діяльності підприємства.

Крім того, для показників оцінки фінансової стійкості підприємства практично не існує єдиних нормативних критеріїв, оскільки вони залежать від таких факторів, як галузева належність підприємства (а, отже, галузеві особливості формування капіталу); принципи кредитування; структура капіталу, що склалася на підприємстві; оборотність оборотних активів; репутація підприємства тощо. Також необхідно враховувати стабільність господарської ситуації на підприємстві, середній рівень фінансової стійкості за різними галузями й видами діяльності, можливість доступу підприємства до додаткових джерел фінансування.

Найбільш узагальненою класифікацією показників фінансової стійкості є їх розподіл на абсолютні та відносні показники. Як правило, відповідь на питання щодо пріоритетності застосування того чи іншого методичного підходу пов'язується з використанням абсолютних показників фінансової стійкості на основі балансової моделі, що характеризує рівновагу активів і капіталу підприємства торгівлі. Найбільш наближеним способом оцінки фінансової стійкості є виконання співвідношення, згідно якому підприємство вважається фінансово стійким за умови, що власний капітал буде становити в сукупному капіталі не менше 50% [2].

До широко відомих методичних підходів, які засновані на використанні абсолютних показників, слід віднести оцінку фінансової стійкості виходячи з наявності надлишку (або нестачі) джерел коштів для формування запасів та оцінку фінансової стійкості, засновану на визначенні достатності (або недостатності) власного капіталу для забезпечення нефінансових активів.

Сутність же фінансової стійкості полягає саме в першому напрямку оцінки, яке знайшло широке використання у вітчизняній практиці. Дійсно, важливою умовою, що характеризує фінансову стійкість підприємства, і досі

залишається його спроможність забезпечити матеріальні обігові кошти (запаси й витрати) власними джерелами фінансування, не допускати невиправданої кредиторської заборгованості та своєчасно розраховуватися за зобов'язаннями.

Із цією метою розраховується показник "власні оборотні кошти", який ще має назву в економічній літературі "чистий оборотний капітал", "власний оборотний капітал", "робочий капітал", "працюючий капітал", "функціонуючий капітал". Далі будемо використовувати поняття саме "власний оборотний капітал" через те, що термін "капітал" у більшій мірі характеризує джерела капіталу, порівняно з терміном "кошти", який у цьому випадку є не досить доречним.

Власний оборотний капітал має особливо важливе значення для підприємства ритейлу і характеризує ту частину власного капіталу, яка є джерелом покриття його оборотних активів. Серед дослідників існують різні підходи до визначення місця власного оборотного капіталу в оцінці фінансової стійкості. Так, деякі аналітики розглядають цей показник із короткострокової позиції, оскільки вважають, що власний оборотний капітал є показником, який характеризує поточну фінансову стійкість і платоспроможність підприємства [41; 100; 113]. Але необхідно розглянути цю проблему дещо з іншого боку. Справа в тому, що власний оборотний капітал є рухомим показником, тобто дослідження його динаміки в часі дозволяє говорити про міру фінансової стійкості підприємства ритейлу з довгострокової позиції. Тому доцільно використовувати власний оборотний капітал як аналітичний показник при оцінці фінансової стійкості підприємств роздрібної торгівлі за ряд років [62].

Протягом останніх десятиліть існувало декілька алгоритмів розрахунку власного оборотного капіталу. Так, за часів існування централізованої економіки, цей показник розраховувався як різниця між сумою власного капіталу і стійких пасивів у межах нормативу та необоротними активами [115].

Із переходом до ринкової економіки відбулися зміни в методології фінансів і обліку, унаслідок чого категорія "стійкі пасиви" дещо втратила свою значущість, що скорегувало наведений вище алгоритм у бік виключення з

розрахунку величини стійких пасивів. Ця методика розрахунку зустрічається в "Методиці проведення поглибленого аналізу фінансового-господарського стану неплатоспроможних підприємств та організацій", затвердженій Агентством з питань запобігання банкрутства підприємств і організацій України, але є алгоритмом визначення величини власних оборотних коштів (а не власного оборотного капіталу) [116].

Сьогодні у світовій аналітичній практиці набули поширення наступні алгоритми розрахунку власного оборотного капіталу, які пропонується застосовувати при оцінці міри фінансової стійкості підприємства ритейлу, оскільки саме такий їх розрахунок є доцільним з позиції довгострокової перспективи:

$$\text{ВОК} = \text{ВК} + \text{ДПК} - \text{НА}, \quad (2.1)$$

$$\text{ВОК} = \text{ОА} - \text{КПК}, \quad (2.2)$$

де ВОК – власний оборотний капітал;

ВК – власний капітал;

ДПК – довгостроковий позиковий капітал;

НА – необоротні активи;

ОА – оборотні активи;

КПК – короткостроковий позиковий капітал.

Другий варіант розрахунку власного оборотного капіталу, згідно з "Методикою проведення поглибленого аналізу фінансового-господарського стану...", є алгоритмом розрахунку робочого капіталу, під яким і слід розуміти власний оборотний капітал [116]. Співставлення оборотних активів і короткострокового позикового капіталу є принциповим і ґрунтується на тому, що кредиторська заборгованість (яка складає значну частину короткострокового позикового капіталу) виникає внаслідок поточної господарської діяльності підприємства ритейлу.

Відсутність власного оборотного капіталу на конкретну дату не

вважається ознакою нестійкого фінансового стану, але стійка тенденція до зниження його розміру, або його відсутність протягом тривалого періоду є негативним фактором. У деяких випадках, як нестача так і надлишок власного оборотного капіталу може бути негативною ознакою. Оптимальний його розмір залежить від сфери діяльності підприємства, обсягу реалізації, кон'юнктури ринку тощо.

У цілому, стан фінансової стійкості підприємства ритейлу в конкретний момент часу, виходячи з наявності надлишку (або нестачі) джерел коштів для формування запасів, може бути охарактеризований чотирма наступними типами, кожний з яких визначається певною нерівністю: абсолютна фінансова стійкість; нормальна фінансова стійкість; нестійкий фінансовий стан; кризовий фінансовий стан.

Але в спеціалізованій літературі не існує єдиної думки щодо того, яке конкретне рівняння має описувати той чи інший тип фінансової стійкості підприємства. Так, методика, запропонована цілим рядом інших дослідників є неприйнятною для підприємства ритейлу, оскільки вона не дозволяє оцінити в повній мірі його фінансову стійкість [109; 113; 117–120].

Як вже відзначалося вище, торговельна діяльність, на відміну від інших видів діяльності, має цілу низку особливостей, які обумовлюють специфічні риси підприємств галузі. Для підприємств торгівлі характерна невелика тривалість операційного циклу внаслідок відсутності виробничої стадії та висока оборотність вкладених коштів. Крім того, важливим є наявність певного періоду часу між надходженням товарів і їх реалізацією, що обумовлює необхідність створення та управління запасами товарів, а також зростаючої потреби в оборотних активах, які значним чином формуються за рахунок кредитів. Саме оборотні активи займають найбільше місце в господарській діяльності підприємства ритейлу та забезпечують безперервність процесу цієї діяльності. Значну їх частину складають запаси товарів, придбання яких тісно пов'язано з формуванням кредиторської заборгованості товарного характеру, яку надають постачальники. Тому, застосування в розрахунках даних лише про

джерела капіталу фінансового характеру для покриття запасів суттєво обмежує та викривлює реальний стан речей на підприємствах ритейлу.

Сьогодні довгострокові та короткострокові кредити займають поки ще невелике місце у формуванні джерел капіталу більшості підприємств роздрібною торгівлі, а одним із основних джерел фінансування активів є товарна кредиторська заборгованість. Отже, при визначенні ступеня покриття запасів необхідно ввести в методику оцінки фінансової стійкості величину кредиторської заборгованості за товари [62]. Тому, при оцінці фінансової стійкості підприємства ритейлу доцільно використовувати методичний підхід, описаний В. Ковальовим і Л. Лігоненко [100; 121]. Алгоритм розрахунку за цією методикою наведений нами на рис. 2.1.

Підхід до оцінки фінансової стійкості підприємств торгівлі, запропонований М. Абрютиною, відрізняється від описаних вище за суттю та спирається на фундаментальні поняття Системи національних рахунків, яка широко застосовується в економічно розвинутих країнах [80]. Він передбачає структурування даних бухгалтерської звітності підприємств торгівлі з метою поєднання форми та змісту. І передбачає накладення структурованого пасиву балансу на структурований актив за певним принципом, згідно з яким власний капітал послідовно порівнюється з нефінансовими, немобільними та неліквідними активами; а позиковий капітал, відповідно, порівнюється з фінансовими, мобільними та ліквідними активами. При цьому виникає безліч варіантів співставлення, які являють собою особливість фінансово-економічного стану підприємства в певний момент часу.

Проведення цього аналізу передбачає розрахунок специфічних показників, так званих індикаторів, які характеризують фінансово-економічний стан підприємства ритейлу з різних боків; а конкретніше – з боку фінансово-економічної стійкості, платоспроможності та безпеки. Практичне використання правила пріоритетних індикаторів із метою визначення фінансово-економічного стану підприємства торгівлі за цією методикою представлено на рис. 2.2:

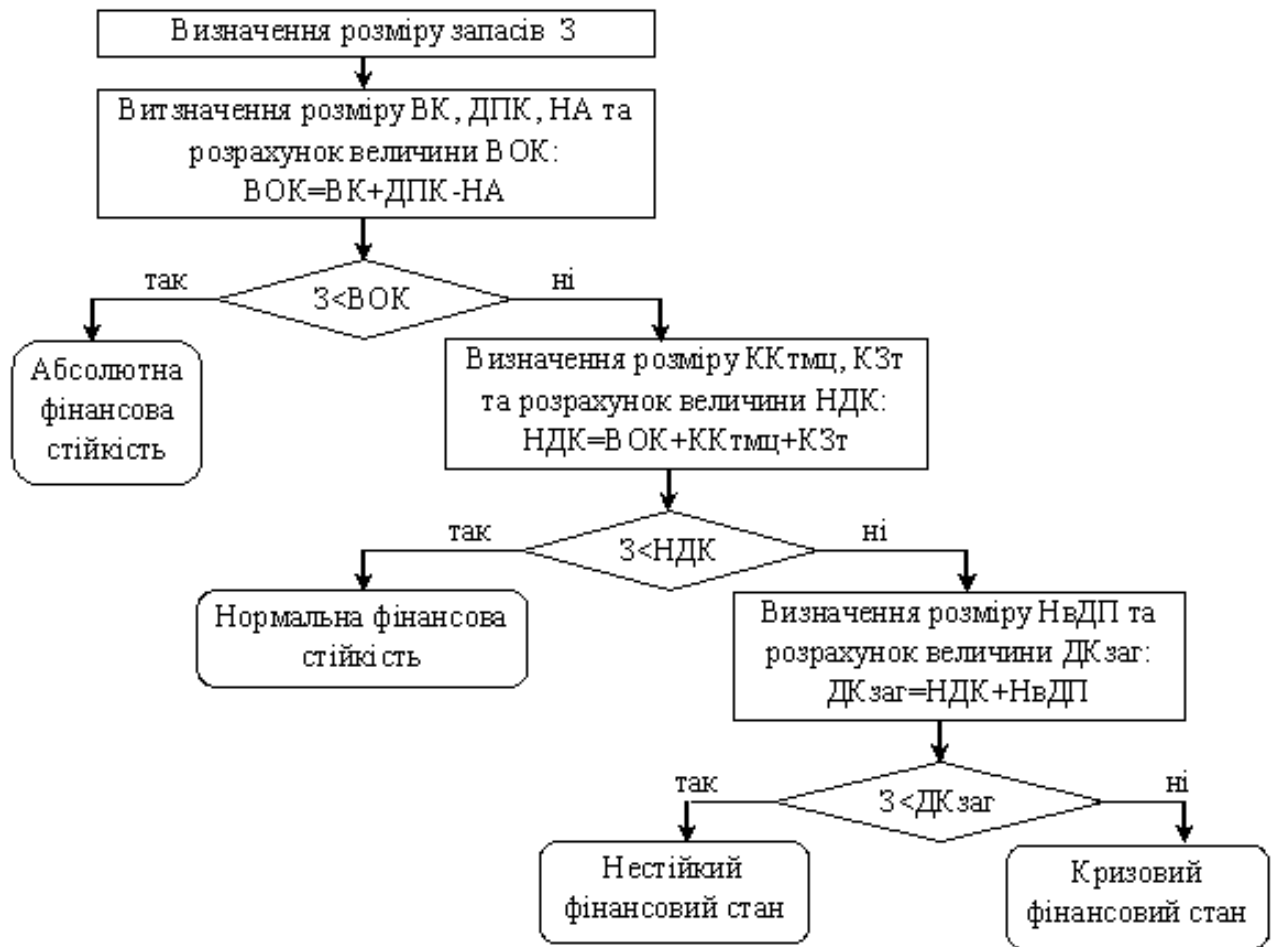


Рис. 2.1. Алгоритм визначення фінансової стійкості, заснований на використанні показників власного оборотного капіталу, нормальних і невикористаних джерел покриття,

де $З$ – запаси; $ВОК$ – власний оборотний капітал (методику розрахунку якого представлено формулами (2.1) та (2.2)); $КК_{тмц}$ – банківські кредити та позики для покриття запасів; $КЗт$ – кредиторська заборгованість товарного характеру; $НДК$ – нормальні джерела коштів (власний оборотний капітал, банківські кредити й позики для покриття запасів, кредиторська заборгованість товарного характеру); $НвДП$ – величина невикористаних джерел покриття (таких як кредиторська заборгованість нетоварного характеру, залишки коштів фондів спеціального призначення, інші позикові кошти тощо); $ДК_{заг}$ – загальний розмір джерел коштів (сума нормальних джерел коштів і невикористаних джерел покриття).

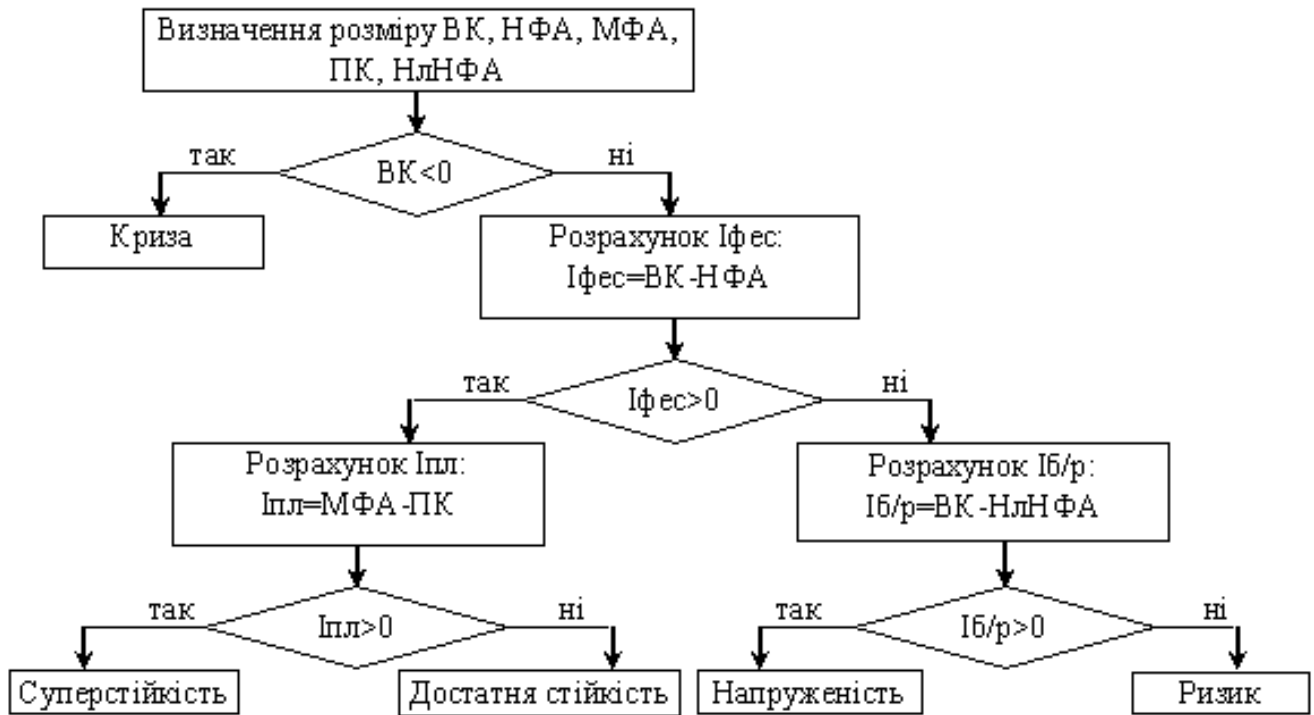


Рис. 2.2. Алгоритм визначення фінансово-економічного стану підприємства ритейлу за допомогою використання правила пріоритетних індикаторів,

де $I_{\text{ФЕС}}$ – індикатор фінансово-економічної стійкості; НФА – сума нефінансових активів; ФА – фінансові активи; ПК – позиковий капітал; $I_{\text{пл}}$ – індикатор платоспроможності; МФА – сума мобільних фінансових активів; НМА – сума немобільних активів; $I_{\text{б/р}}$ – індикатор безпеки/ризик; НлНФА – сума неліквідних нефінансових активів.

Розглянуті вище підходи дозволяють здійснити оцінку фінансової стійкості підприємства ритейлу, характеризуючи певний її тип в конкретний момент часу за допомогою абсолютних показників. Але, у зв'язку з тим, що абсолютні показники непридатні для просторово-часових порівнянь, та відсутні чіткі орієнтири щодо їх прийнятного розміру й динаміки, їхнє використання як критерію оптимізації фінансової структури капіталу є недоцільним. Звідси, критерієм може бути саме відносний показник.

Таким чином, для всебічної оцінки фінансової стійкості підприємства, прогнозування стратегії в умовах ринкової економіки та забезпечення порівняння міри фінансової стійкості різних підприємств використаємо інший

методичний підхід, заснований на використанні системи коефіцієнтів фінансової стійкості.

Вибір тих чи інших коефіцієнтів для оцінки фінансової стійкості підприємства торгівлі залежить також від ставлення конкретних дослідників до доцільності спільного розгляду капіталу й необоротних активів.

У зарубіжній економічній теорії переважає підхід, заснований на використанні показників оцінки фінансової стійкості підприємства, які будуються виключно за даними пасиву балансу і характеризують фінансову структуру капіталу [18; 36; 112; 122]. Такий підхід є орієнтованим лише на капітал, оскільки структура вкладень джерел коштів не розглядається. Він передбачає розрахунок коефіцієнтів, що дозволяють оцінити ступінь стійкості фінансового стану підприємства, його незалежність (залежність) від позикових джерел і відображають різні тенденції у зміні структури окремих груп джерел коштів.

Оцінка, що заснована лише на використанні даних пасиву балансу, не дозволяє в повній мірі отримати інформацію про фінансову стійкість, оскільки з позиції довгострокової перспективи важливим також є дослідження структури вкладень, тобто розміщення капіталу в активах.

Більшість коефіцієнтів, що дозволяють охарактеризувати фінансову стійкість з позиції структури вкладень, засновані на використанні показника власного оборотного капіталу. Основним із них є коефіцієнт маневреності, що широко використовується у вітчизняній практиці в різній інтерпретації залежно від того, який показник знаходиться у знаменнику [2; 61; 118; 123]. Залежно від цього виділяють коефіцієнти: маневреності (відношення власного оборотного капіталу до загального капіталу) [123]; маневреності власного капіталу (відношення власного оборотного капіталу до власного капіталу) [110]; забезпеченості власними коштами (відношення власного оборотного капіталу до запасів) [109]; забезпеченості (відношення власного оборотного капіталу до оборотних активів) [1; 124].

Крім зазначених коефіцієнтів деякі дослідники використовують показник інвестування, який характеризує відношення власного капіталу до основного

капіталу [1; 123; 124]. Ковальов В. пропонує розраховувати коефіцієнт структури покриття довгострокових вкладень, який показує частину необоротних активів, що профінансована за рахунок зовнішніх джерел [100]. Шуляк П. виділяє коефіцієнт співвідношення мобілізованих й іммобілізованих коштів [109]. Балабанов І. – темп приросту реальних активів [125].

Також деякі дослідники до складу показників фінансової стійкості відносять коефіцієнти покриття, які дозволяють оцінити спроможність підприємства обслуговувати заборгованість [18; 39; 61; 100; 126; 127]. Основними такими коефіцієнтами є коефіцієнт покриття відсотків і коефіцієнт повного покриття боргу. Ван Хорн Дж. К. відзначає, що хоча ці коефіцієнти є важливим інструментом аналізу структури капіталу, але діє тільки у визначених областях [39, с.461].

В економічній літературі не зустрічається чіткої класифікації коефіцієнтів, які дозволяють кількісно та якісно оцінити фінансову стійкість підприємства. Наприклад, В. Ковальов виділяє дві групи показників: коефіцієнти капіталізації та коефіцієнти покриття [100]. До складу коефіцієнтів капіталізації він відносить коефіцієнти, які характеризують структуру капіталу, і коефіцієнти, що характеризують спосіб розміщення видів капіталу в активах. Ці показники необхідно розділити на дві окремі групи, – окремо виділити коефіцієнти, які характеризують структуру капіталу, та коефіцієнти, що характеризують спосіб розміщення капіталу в активах.

Таким чином, із урахуванням зазначеного вище, пропонується класифікація коефіцієнтів фінансової стійкості, які зустрічаються в економічній літературі, за такими групами: 1) перша група – коефіцієнти, що характеризують фінансову стійкість з позиції фінансової структури капіталу; 2) друга група – коефіцієнти, що характеризують фінансову стійкість з позиції способу розміщення капіталу в активах; 3) третя група – коефіцієнти, що характеризують спроможність підприємства підтримувати існуючу структуру капіталу (коефіцієнти покриття).

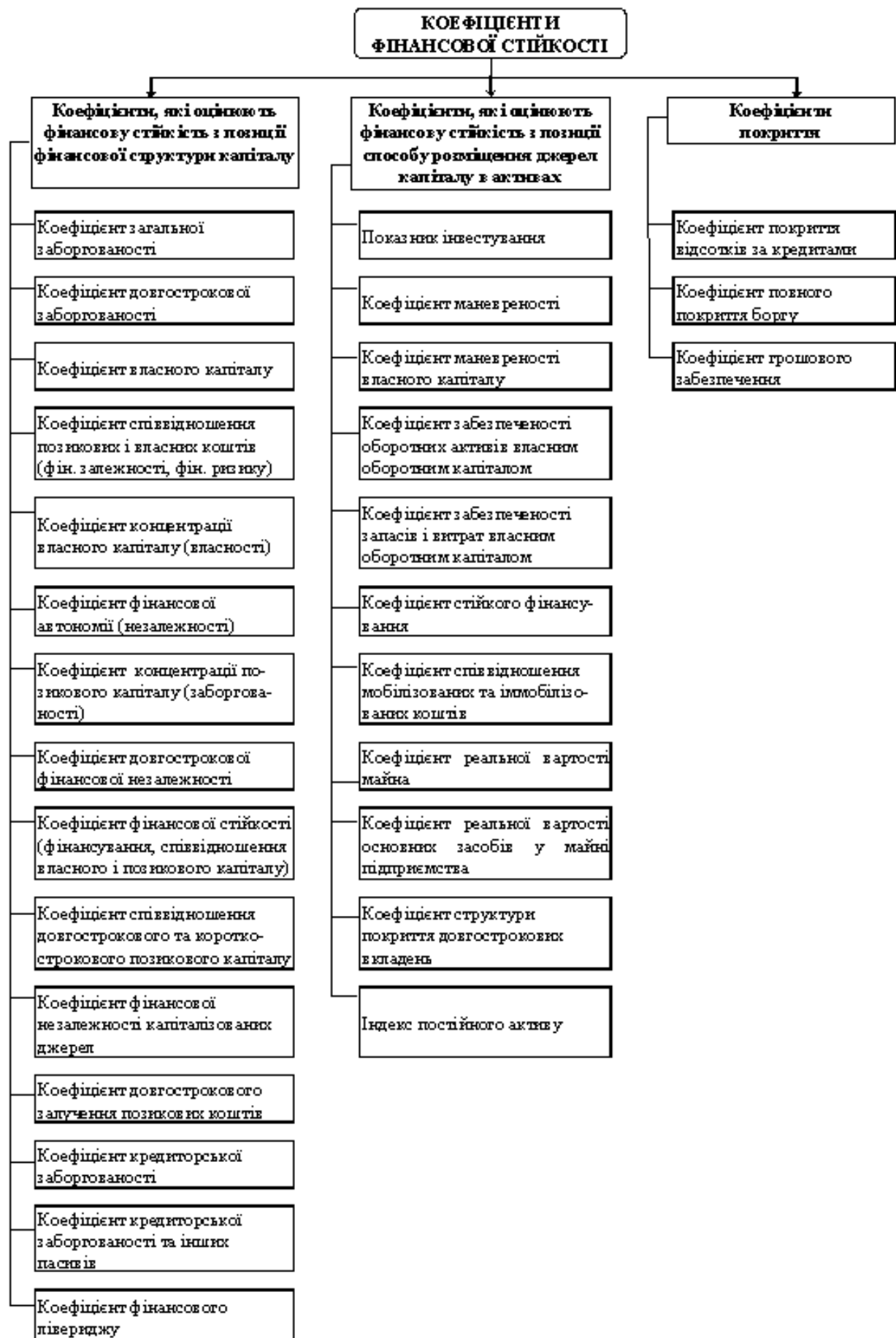


Рис. 2.3. Внутрішньогруповий склад коефіцієнтів оцінки фінансової стійкості

Внутрішній склад кожної групи коефіцієнтів наведений нами на рис. 2.3 та розглянутий детальніше в додатку А. Запропонована класифікація складається з багатьох коефіцієнтів, які дозволяють оцінити фінансову стійкість підприємства з різних боків. Але деякі коефіцієнти можуть надавати одну й ту саму інформацію і залежати один від одного. Тому, при виборі конкретного показника за критерій управління фінансовою структурою капіталу підприємств торгівлі з позиції фінансової стійкості слід керуватися необхідністю врахування специфіки галузі. Тобто необхідно обрати такий коефіцієнт фінансової стійкості, який мав би самостійне значення та характеризував особливості формування капіталу підприємств ритейлу.

Структура капіталу залежить від багатьох факторів, зокрема від галузевої належності підприємства. Так, для підприємств торгівлі (діяльність яких характеризується високою оборотністю активів, стабільним попитом на продукцію, низьким рівнем постійних витрат), порівняно з іншими галузями, характерна менша питома вага власного капіталу в капіталі, за якою вони здатні зберігати достатньо високу фінансову стійкість (за інших рівних умов). Крім того, межа раціонального обсягу залучення позикового капіталу залежить, насамперед, від характеру активів підприємства. Тобто, ті види активів, які безпосередньо беруть участь у господарській діяльності підприємства торгівлі та створюють умови для її безперебійності, повинні фінансуватися за рахунок власних джерел. До таких активів відносяться необоротні активи та постійна частина оборотних активів для здійснення поточної господарської діяльності. Інші види активів можуть фінансуватися за рахунок залучення позикових коштів.

Відомо, що використання позикового капіталу, за інших рівних умов, сприяє підвищенню рентабельності використання власного капіталу. Також, залучаючи позиковий капітал, підприємство використовує менший обсяг власного капіталу для отримання необхідних результатів. Але залучення позикового капіталу обмежено появою загрози надійності забезпечення майном у обсягах, необхідних для здійснення безперебійної діяльності підприємства. У

багатьох випадках співвідношення власного й позикового капіталу визначається умовами відсоткової ставки на позиковий капітал і ефективністю використання підприємством власного капіталу.

Виходячи з цього, необхідно обрати коефіцієнт, який би характеризував достатню міру фінансової стійкості, необхідну для забезпечення безперебійної господарської діяльності підприємства торгівлі. Такий коефіцієнт повинен відображати структуру вкладень капіталу, тобто характеризувати спосіб розміщення капіталу в активах. Найбільш відомими коефіцієнтами, що задовольняють цій умові, є наступні: 1) маневреність власного капіталу, що характеризує відношення власного оборотного капіталу до власного капіталу; 2) забезпеченість запасів власним оборотним капіталом, що відображає відношення власного оборотного капіталу до суми запасів; 3) забезпеченість оборотних активів власним оборотним капіталом, що показує співвідношення власного оборотного капіталу й оборотних активів. Чисельником у цих коефіцієнтах виступає власний оборотний капітал. Тому співвідношення їх рівня, насамперед, буде залежати від співвідношення розміру капіталу, запасів та оборотних активів. Відповідно, динаміка цих коефіцієнтів визначається тією ж самою динамікою власного оборотного капіталу тільки відмінностями у рівнях і напрямках зміни їх знаменників – власного капіталу, запасів, оборотних активів. Обрання одного з них за критерій оптимізації також повинно відбуватися з урахуванням галузевих особливостей і сучасних тенденцій у фінансуванні активів підприємств роздрібно́ї торгівлі.

Так, коефіцієнт маневреності власного капіталу не зовсім підходить для підприємств торгівлі, тому що в більшій мірі, порівняно з іншими коефіцієнтами, залежить від частки необоротних активів у сукупних активах, оскільки показує, яка частина власного капіталу вкладена в оборотні активи, а яка капіталізована, тобто вкладена в необоротні активи. Коефіцієнт, який показує частину матеріальних оборотних активів, що фінансується за рахунок власного капіталу, може надати неповну інформацію відносно фінансової стійкості, оскільки враховує лише один елемент оборотних активів – запаси та

витрати. Це може відбутися за наявності неефективної структури оборотних активів підприємства, наприклад, через існування великої частки дебіторської заборгованості в оборотних активах.

Отже, виходячи з важливої ролі, яку відіграють оборотні активи в господарській діяльності, необхідно за критерій оптимізації структури капіталу обрати саме коефіцієнт забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом, який у більшій мірі характеризує структуру вкладення капіталу підприємств торгівлі та більш реально відображає стан їх фінансової стійкості.

Усебічна оцінка фінансової стійкості здійснюється порівнянням фактичних значень коефіцієнта з нормальними, тобто рівень фінансової стійкості необхідно оцінювати відносно відхилення від нормального рівня. Це цілком відповідає визначенню, згідно якому фінансова стійкість підприємства характеризується як його здатність досягати та підтримувати стан фінансової рівноваги.

В економічній літературі відсутня чітка позиція відносно того, яка частка оборотних активів повинна фінансуватися за рахунок власних коштів підприємства. Так, О. Стоянова виходить з твердження про необхідність покриття іммобілізованих активів стабільними довгостроковими джерелами [56]. Цій ситуації відповідає рівняння власного оборотного капіталу нулю. У випадку, коли розмір власного оборотного капіталу перевищує нуль, має місце надлишок постійних ресурсів, який може використовуватися для покриття інших потреб підприємства, а саме – для фінансування оборотних активів. При цьому, розмір такого надлишку не обмежується конкретним значенням. Отже, значення коефіцієнту забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом є достатнім, якщо воно дорівнює або більше за нуль: $K_{\text{ЗОА}} \geq 0$.

Абрютіна М., відповідаючи на поставлене вище питання, відзначає, що значення коефіцієнту забезпеченості не повинно бути менше за 0,5 [80]. Тобто за рахунок власного оборотного капіталу повинно бути забезпечено, як мінімум, 50 % оборотних активів. Ряд дослідників схиляються до думки, згідно якої є нормальним, коли 10 % оборотних активів фінансуються за рахунок

власного оборотного капіталу підприємства, тобто $K_{\text{зОА}} \geq 0,1$ [1, 123].

Для підприємства ритейлу при нормальному фінансовому стані достатнім є значення коефіцієнта забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом не менше за 0,1; яке означає, що покриття оборотних активів, необхідних для господарської діяльності, здійснюється за рахунок власного капіталу підприємства. Отже, відхилення в той чи інший бік від цього значення буде характеризувати ступінь фінансової стійкості підприємства ритейлу, що і буде показником оцінки ефективності управління фінансовою структурою капіталу. При проведенні дослідження щодо можливості впливу на рівень фінансової стійкості через управління значенням коефіцієнта забезпеченості оборотних активів підприємства ритейлу власним оборотним капіталом використаємо методику розрахунку нормального значення коефіцієнтів фінансової стійкості підприємств [110], з урахуванням якої побудуємо власний алгоритм, наведений на рис. 2.4.

Процес оптимізації фінансової структури капіталу підприємства роздрібно́ї торгівлі з позицій фінансової стійкості складається з таких етапів:

1. Визначення величини оборотних активів і короткострокового позикового капіталу підприємства.

2. Оскільки управління власним оборотним капіталом передбачає оптимізацію його розміру, структури й значень його компонентів, тому кожне рішення, пов'язане з визначенням їх рівня, необхідно розглядати і з позиції оптимального розміру конкретного виду активів, і з позиції оптимальної структури оборотних активів у цілому [100].

Таким чином, при розрахунку значення показника власного оборотного капіталу необхідно звернути увагу на "правильність" сформованих оборотних активів на підприємстві ритейлу і, за необхідністю, провести коригування їхньої величини на суму простроченої дебіторської заборгованості та надлишкових ("зайвих") грошових коштів. Інформацію про розмір простроченої дебіторської заборгованості можна отримати з бухгалтерської звітності, а величина надлишкових грошових коштів визначається виходячи з

оптимального їх рівня для конкретного підприємства торгівлі.

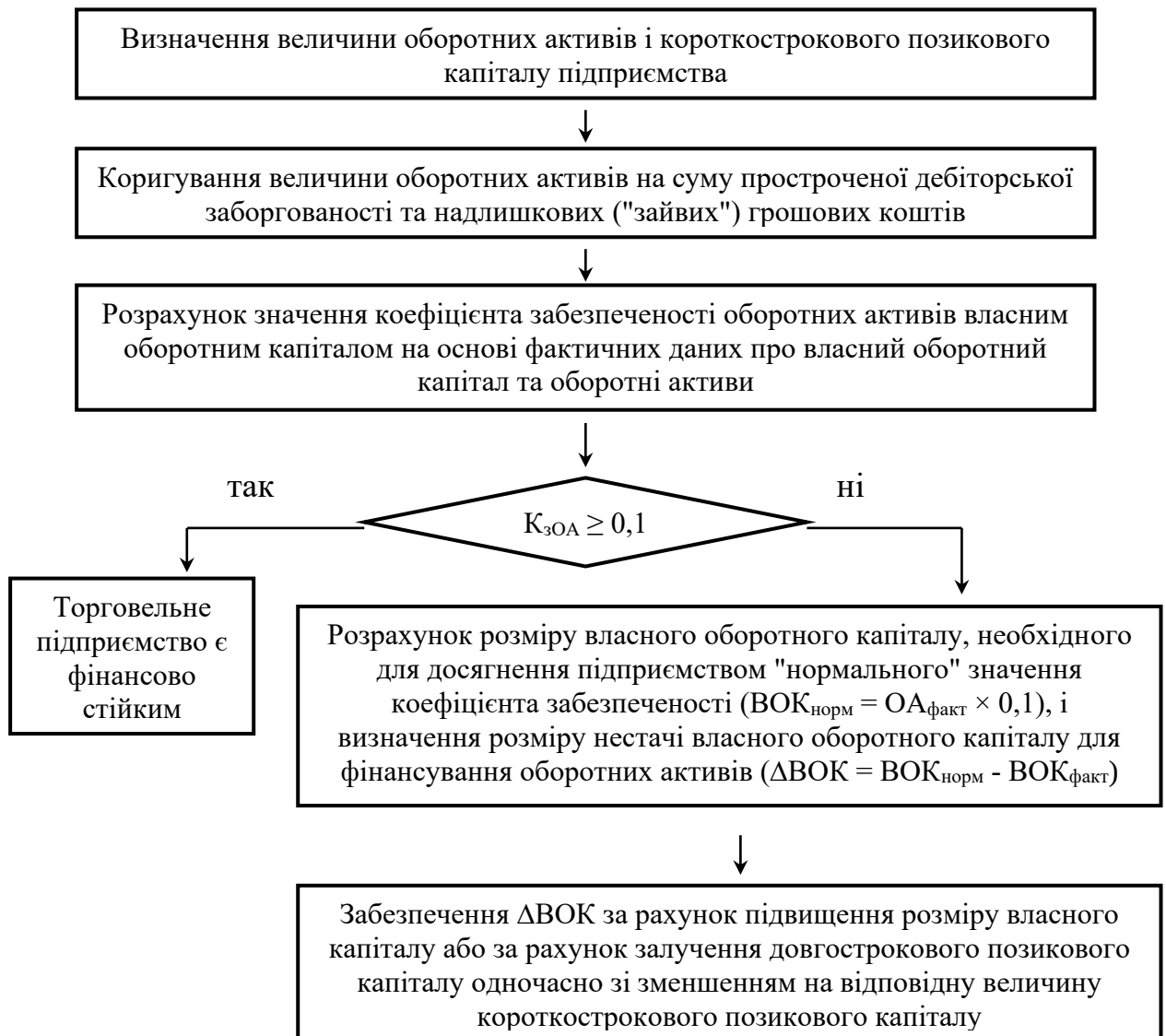


Рис. 2.4. Методичний підхід до оптимізації фінансової структури капіталу підприємства ритейлу за критерієм фінансової стійкості

3. Розрахунок значення коефіцієнта забезпеченості власним оборотним капіталом оборотних активів:

$$K_{\text{зОА}} = \frac{\text{ВОК}_{\text{факт}}}{\text{ОА}_{\text{факт}}},$$

де $K_{\text{зОА}}$ – коефіцієнт забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом;

$ВOK_{факт}$ – фактична величина власного оборотного капіталу;

$ОА_{факт}$ – фактичний розмір оборотних активів підприємства.

Якщо розраховане значення коефіцієнта є "нормальним" (тобто $K_{зОА} \geq 0,1$), це означає, що за рахунок власного капіталу підприємства торгівлі фінансування оборотних активів, необхідних для господарської діяльності, здійснюється в достатньому розмірі. Якщо $K_{зОА} < 0,1$, це говорить про відсутність у підприємства власних джерел фінансування для покриття оборотних активів, що, у свою чергу, свідчить про незадовільність структури капіталу й погіршення фінансового стану.

4. Розрахунок розміру власного оборотного капіталу, необхідного для досягнення підприємством "нормального" значення коефіцієнта забезпеченості:

$$ВOK_{норм} = ОА_{факт} \times 0,1 ,$$

і визначення розміру нестачі власного оборотного капіталу для фінансування оборотних активів:

$$\Delta ВOK = ВOK_{норм} - ВOK_{факт}.$$

5. Визначений недостатній розмір власного оборотного капіталу може бути забезпечений за рахунок підвищення розміру власного капіталу, або за рахунок залучення довгострокового позикового капіталу одночасно зі зменшенням на відповідну величину короткострокового позикового капіталу. Іншими словами, для того, щоб значення коефіцієнта забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом досягло мінімального 0,1, необхідно наявність власного оборотного капіталу в розмірі $\Delta ВOK$, для отримання якого можна збільшити довгостроковий позиковий капітал на відповідну величину, одночасно зменшивши кредиторську заборгованість підприємства торгівлі. З іншого боку, підприємству необхідно отримати додатковий прибуток у розмірі $\Delta ВOK$, що збільшить розмір власного капіталу. Отже, через підвищення стійких джерел фінансування (власного й довгострокового позикового капіталу) будуть

забезпечені надійні джерела фінансування оборотних активів, від наявності яких залежить нормальна господарська діяльність підприємств роздрібної торгівлі, що тим самим забезпечить необхідний рівень фінансової стійкості.

При цьому необхідно пам'ятати, що залучення додаткового капіталу за рахунок власних і позикових коштів на кожному етапі розвитку підприємства має свої межі. Так, ріст власного капіталу за рахунок прибутку обмежений його обсягом. Збільшення випуску емісійних цінних паперів понад ємність фондового ринку можливо тільки при високому рівні дивідендних і процентних виплат акціонерам і кредиторам, що приводить до подорожчання вартості капіталу. Залучення додаткового банківського кредиту супроводжується підвищенням кредитного й процентного ризиків для позикодавців. Крім того, кредитні ресурси банків не безмежні. Подібна ситуація на фінансовому ринку повинна враховуватися керівництвом підприємства в процесі прийняття рішень щодо формування оптимальної структури капіталу.

Таким чином, обраний коефіцієнт фінансової стійкості дозволяє не лише оцінити один із аспектів фінансового стану підприємства торгівлі, але й активно впливати на рівень фінансової стійкості, підвищувати його до мінімально необхідного або, у випадку перевищення його значення над нормативним, використовувати ситуацію для поліпшення структури активів і капіталу. Зазначимо, що подібний розрахунок і надання відповідних рекомендацій щодо оптимізації структури капіталу з позиції фінансової стійкості необхідно проводити окремо для кожного конкретного підприємства торгівлі.

2.2. Методичні підходи до оцінки структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм мінімізації його вартості

Діяльність підприємств ритейлу на сучасному етапі розвитку характеризується підвищеною роллю кредиторської заборгованості, як

зовнішнього джерела формування капіталу, та оренди, як одного із засобів фінансування, що становить значний інтерес для визначення вартості капіталу підприємств галузі.

У кожного підприємства виникає потреба в джерелах коштів для фінансування своєї господарської діяльності. Залучення ж того чи іншого джерела фінансування пов'язано для підприємства з відповідними витратами, такими, як сплата відсотків банкам й іншим суб'єктам підприємницької діяльності за надані кредити, виплата дивідендів акціонерам підприємства тощо. Іншими словами, підприємство торгівлі несе обґрунтовані витрати на підтримку свого економічного потенціалу. Тому, природно, задачею керівництва підприємства є саме зменшення рівня цих витрат одночасно з підвищенням рентабельності використання капіталу. Загальна сума коштів, яку необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, називається вартістю капіталу.

В економічній літературі також використовуються такі назви цього показника, як "ціна" капіталу та "цінність" капіталу. Слід погодитися з думкою В. Ковальова відносно того, що поняття "вартість капіталу" є більш доречним, оскільки цей показник характеризує вимушені витрати підприємства на залучення певного джерела капіталу, тобто найкращим чином відображає його витратну природу [100, с. 608].

Поняття "вартість капіталу" займає важливе місце в системі теоретичних основ формування капіталу. Так, М. Романовський вважає, що вартість капіталу є одним із основних понять фінансового менеджменту, яке дозволяє оцінити, регулювати та прогнозувати фінансову діяльність підприємства, відображаючи умови залучення капіталу для фінансування всіх видів діяльності [12]. Колектив вітчизняних авторів зазначає, що показник "вартість капіталу" використовується в сфері управлінських рішень з питань формування капіталу підприємства та необхідної норми доходу для виконання фінансових зобов'язань [41]. За Р.Н. Холтом, вартість капіталу є ринковою оцінкою рівня ризику за операціями фірми та використовується як середній рівень бар'єрного

коефіцієнта [36]. Ван Хорн Дж.К. відзначає, що вартість капіталу являє собою точний або припущений прибуток, необхідний для різних типів фінансування [39]. Інші зарубіжні дослідники під вартістю капіталу розуміють загальну необхідну доходність за активами компанії [53].

В економічній літературі існує багато визначень вартості капіталу підприємства. Як правило, під цією категорією розуміють середньозважену ціну, що виражена у відсотках, яку підприємство сплатило за використання певного обсягу фінансових ресурсів, що були задіяні при формуванні капіталу [6; 36; 38; 54; 61]. У тому числі виділяють поточну (початкову), цільову та граничну вартість капіталу, розрахунок яких залежить від цілей, які ставить перед собою керівництво при визначенні оптимальної структури капіталу.

Поточна вартість капіталу характеризує структуру капіталу, яка вже існує, і визначається тоді, коли керівництво підприємства вважає, що така структура капіталу є оптимальною та, відповідно, повинна зберігатися в майбутньому. Вона може бути виражена як у балансовій, так і в ринковій оцінці. Ці підходи, за М. Романовським, Дж.К. Шимом і Дж.Г. Сігелом, мають свої переваги й вади [12; 54].

Так, ринкова оцінка, на відміну від балансової, що викривляє реальне значення обсягу та вартості капіталу, є більш точною завдяки тому, що визначає істинні доходи підприємства, які можуть бути отримані при реалізації його цінних паперів на ринку [12; 54]. З іншого боку, тут не можна не погодитися з точкою зору В. Ковальова, балансова оцінка поточної вартості капіталу є стійкою за визначенням, тому нею легше користуватися під час розробки планів, у тому числі при плануванні джерел фінансування [100]. Тому надання пріоритету тій чи іншій оцінці повинно залежати від цілей, які ставить перед собою конкретне підприємство ритейлу при визначенні вартості джерел фінансування капіталу.

Для отримання більш точного значення вартості капіталу, зазначає Р.Н. Холт, необхідно визначити його цільову вартість [36]. Відмінністю від розрахунку поточної вартості капіталу тут є те, що при розрахунку цільової

вартості відсоткова структура капіталу відображає його приріст за рахунок бажаних (або передбачуваних) джерел фінансування, тобто структуру капіталу, яку підприємство має намір сформувати. Таким чином, ця вартість використовується як критерій для прийняття рішень при виборі джерел фінансування активів.

Гранична (маргінальна) вартість капіталу також засновується на цільових пропорціях капіталу, але обчислюється за цінами поточного фондового ринку. Ця вартість виступає як гранична ставка платні за певні фінансові ресурси, які підприємство збирається використовувати в майбутньому. Менеджерів, які оцінюють вкладення, цікавить саме маргінальна вартість капіталу [36].

Концепція вартості капіталу, яка є однією з базових в теорії фінансового менеджменту, не обмежується лише розрахунком відсотків, які необхідно сплатити власникам фінансових ресурсів, вона, насамперед, характеризує ту норму рентабельності вкладеного капіталу, яку повинно забезпечити підприємство для того, щоб не зменшити свою ринкову вартість. Зауважимо, що вартість капіталу має різний економічний зміст для окремих суб'єктів господарювання:

для інвесторів і кредиторів – норма доходності, яка вимагається ними на наданий капітал;

для підприємств – окремі витрати із залучення та обслуговування фінансових ресурсів.

Таким чином, визначення вартості капіталу підприємства набуває важливості за наступних причин [38; 54; 86; 128-130]:

по-перше, розрахунок вартості капіталу дозволяє обрати найбільш оптимальний варіант його залучення, тобто використовується під час формування оптимальної структури капіталу;

по-друге, максимізація вартості підприємства вимагає мінімізацію вартості капіталу (як одного з факторів виробництва, що використовується), а це можливо за умови знання принципів якісної оцінки вартості капіталу;

по-третє, оцінка вартості капіталу необхідна при прийнятті рішень щодо

капіталовкладень. Рівень вартості капіталу використовують як дисконтну ставку, за якою суму майбутнього потоку приводять до теперішньої вартості. Також вартість капіталу є базою для порівняння з внутрішньою нормою доходності за конкретним проектом;

по-четверте, прийняття рішень із питань довгострокової оренди, обміну старих облігацій на облігації нового випуску, управління оборотним капіталом базується на використанні категорії "вартість капіталу";

по-п'яте, вартість капіталу використовується як вимірювач доходності поточної діяльності підприємства. Оскільки вартість капіталу відбиває частину прибутку, яка має бути сплачена за залучення нового капіталу, то даний показник є мінімальною нормою його формування від усіх видів діяльності (поточної, інвестиційної, фінансової) підприємства.

Оскільки капітал підприємства ритейлу формується за рахунок різних джерел, тому диференціюється й вартість його залучення з окремих джерел. Але необхідно пам'ятати, що, в першу чергу, вартість капіталу залежить від методу використання його складових, а не від їх джерела. Також рівень вартості кожного елементу капіталу суттєво коливається в часі під впливом різних економічних і фінансових факторів (невизначеності в одержанні прибутку, конкурентної позиції, заборгованості тощо).

Отже, загальна вартість капіталу для підприємства може бути виражена за допомогою показника, який характеризує відносний рівень загальної суми витрат на підтримку оптимальної структури між власними та позиковими коштами (тобто відображає дві частини фінансування капіталу), і становить собою вартість капіталу, авансованого в господарську діяльність підприємства, яка має назву середньозваженої вартості капіталу (або, іншими словами, загальний обов'язковий прибуток підприємства), і визначається за формулою [131]:

$$\bar{\Pi}_{\text{ср}} = \sum (\Pi_{\text{д}_i} \times \pi_i), \quad (2.3)$$

де $\bar{\Pi}_{\text{ср}}$ – середньозважена вартість капіталу;

$\text{Ч}_{\text{ді}}$ – частка i -го джерела в загальній сумі фінансування;

ц_i – ціна i -го джерела, %.

Відповідно до теорії корпоративних фінансів головною метою управління підприємством є максимізація щорічного доходу власників капіталу, одним з джерел підвищення якого є максимізація ринкової вартості підприємства. Максимізація же ринкової вартості підприємства є еквівалентною мінімізації середньозваженої вартості його капіталу. Іншими словами, мінімізація середньозваженої вартості капіталу прямо впливає з критерію ефективного управління підприємством. Звідси, у процесі оптимізації структури капіталу за цим критерієм виходять із можливостей мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства ритейлу.

Таким чином, питанню вартості капіталу необхідно надати важливого значення, спрямовуючи основну увагу на формулювання принципів розрахунку цього показника з метою формування його оптимальної структури, оскільки вартість капіталу безпосередньо використовується в процесі прийняття як поточних, так і довгострокових фінансових рішень.

Під час управління вартістю капіталу потрібно враховувати наступні принципи (правила) [32]: принцип поелементної оцінки вартості капіталу; принцип інтегральної (узагальненої) оцінки вартості капіталу; принцип порівнянності власного й позикового капіталу; принцип динамічної оцінки вартості капіталу; принцип взаємозв'язку оцінки поточної й майбутньої вартості капіталу, що забезпечується за допомогою розрахунку показника граничної вартості капіталу.

Наведені принципи оцінки дозволяють обрати систему ключових показників, що характеризують вартість капіталу та критерії ефективності його використання як у поточному, так і в майбутньому періоді.

Для того щоб визначити загальну вартість капіталу, необхідно спочатку оцінити величину кожного його компонента.

Спочатку розглянемо зарубіжну практику оцінювання вартості капіталу.

У світовій практиці оцінювання виділяють такі джерела капіталу підприємства:

1. Власний капітал у вигляді: звичайних акцій і накопиченого прибутку за рахунок діяльності підприємства.
2. Суму коштів, притягнутих за рахунок продажу привілейованих акцій.
3. Позиковий капітал у вигляді: довгострокового банківського кредиту, випуску облігацій.

Зазвичай під вартістю власного капіталу розуміють грошовий дохід, що бажають одержати власники звичайних акцій. Усі моделі, що розглядатимуться нижче, передбачають оцінку майбутньої прибутковості власного капіталу, тобто вартості звичайних акцій, що використовується для оцінок на фондовому ринку, а також аналізу ефективності інвестиційних проектів.

Розрізняють кілька моделей, кожна з яких базується на використанні інформації, що знаходиться в розпорядженні оцінювача.

Модель прогнозованого росту дивідендів. Розрахунок вартості акціонерного капіталу ґрунтується на формулі:

$$P_E = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (2.4)$$

де P_E — вартість акціонерного капіталу (прибуток, на який можуть розраховувати власники акцій);

P_0 — ринкова ціна однієї акції;

D_1 — дивіденд, обіцяний компанією протягом найближчого року;

g — прогнозований щорічний ріст дивідендів.

Основною перевагою цього методу є його простота. Він легкий для розуміння та застосування. Однак має низку недоліків.

По-перше, даний метод застосовується тільки до компаній, що виплачують дивіденди. Більше того, навіть такі компанії не можуть гарантувати однаково постійного росту процентної ставки. Цей метод варто застосовувати лише в тих випадках, коли є всі підстави очікувати стабільного приросту ставок.

По-друге, оцінка вартості активів тісно взаємозалежна з оцінкою приросту ставок. При даній вартості цінного папера завищення значення g лише на 0,1% спричинить завищення оцінки вартості капіталу щонайменше на 1%. Оскільки величина D_1 також буде завищена, то помилка в розрахунках буде ще більш істотною.

Також даний метод не враховує існування можливого ризику, внаслідок чого важко порівняти оцінюваний прибуток зі ступенем ризику.

Цінова модель капітальних активів (CAPM – Capital Assets Price Model). Використання даної моделі широко поширено за умов стабільної ринкової економіки при наявності досить великої кількості даних, що характеризують прибутковість роботи підприємства.

Розрахункова формула моделі має вигляд:

$$R_E = R_F + \beta * (R_M - R_F), \quad (2.5)$$

де R_F – показник прибутковості (віддачі) для безризикового вкладення капіталу;

R_M – середній по ринку показник прибутковості;

β – фактор ризику.

Перевагою даної моделі є урахування ризику та можливості застосування будь-якими компаніями, що робить сферу її використання значно ширшою.

Модель капітальних активів використовує головним чином показник ризику конкретної компанії, що формалізується введенням показника β -коефіцієнт.

$\beta = 0$, якщо активи компанії є безризиковими, що трапляється досить рідко ($\beta = 0$, наприклад, для казначейських облігацій США).

$\beta = 1$, якщо ступінь ризику активів даного підприємства дорівнює ризику в середньому по ринку всіх підприємств країни.

Якщо для конкретного підприємства $0 < \beta < 1$, то це підприємство є менш ризиковим у порівнянні із середньоринковим.

Якщо $\beta > 1$, то підприємство має більший ступінь ризику.

Ця модель також має низку недоліків. Так, для здійснення підрахунків необхідно оцінити дві величини: ринкову надбавку за ризик і бета-коефіцієнт. У випадку невірної оцінки ймовірність одержання помилкової вартості активів значно зростає. Використання даних про різні фонди в різні періоди часу може привести до результатів, які сильно відрізняються.

Для прогнозу на майбутнє при розрахунку використовуються дані минулих років, що погіршує достовірність отриманих результатів через швидку мінливість економічної ситуації.

Закордонна практика показує, що одночасне використання обох вищезгаданих методів може дати достовірні результати (за умови, якщо отримані різними способами дані збігаються).

Модель прибутку на акцію. Дана модель оцінки вартості власного капіталу базується не на величині дивідендів, а на показнику прибутку на акцію. Багато інвесторів вважають, що саме цей показник відображає реальний дохід, одержуваний акціонерами, незалежно від того, чи виплачується він у вигляді дивідендів або реінвестується, щоб принести інвесторам вигоди в майбутньому. Розрахункова формула моделі має вигляд:

$$P_E = \frac{EPS}{P}, \quad (2.6)$$

де EPS – величина прибутку на одну акцію;

P – ринкова ціна однієї акції.

Наведені вище моделі вважаються лише оцінними. Жодна з них не може точно визначити справжню вартість власного капіталу, що приводить до різних результатів.

Модель премії за ризик. Ця модель займає особливе місце, тому що має договірний характер. Договір укладається між підприємством і потенційним інвестором про те, яка повинна бути премія за ризик вкладення капіталу. Вартість капіталу, вкладеного в дане підприємство, оцінюється за формулою

$$R_E = R_H + RP, \quad (2.7)$$

де R_H – рівень віддачі на вкладення грошей інвестором у звичайні (номінальні) для нього можливості;

RP – премія за ризик.

Модель визначення вартості привілейованих акцій. Дана модель є досить простою, оскільки привілейовані акції мають фіксовані дивіденди, які постійно і регулярно сплачуються, і знаходяться у безстроковому володінні. Таким чином, вартість привілейованих акцій визначається за формулою:

$$R_P = \frac{D}{P_0}, \quad (2.8)$$

де D – величина щорічного дивіденду на акцію;

P_0 – поточна ринкова ціна однієї акції.

У процесі своєї діяльності компанія використовує позикові кошти, одержувані у вигляді:

довгострокового кредиту від комерційних банків і інших підприємств;

випуску облігацій, що мають заданий строк погашення й номінальну процентну ставку.

У першому випадку вартість позикового капіталу дорівнює процентній ставці кредиту та визначається шляхом договірної угоди між кредиторами й позичальником у кожному конкретному випадку окремо

$$k_d = I_r \times (1 - T), \quad (2.9)$$

де T – ставка податку на прибуток;

I_r – процентна ставка по кредиту.

Вартість позикового капіталу у вигляді облігації визначається величиною

виплачуваного по ній купона або номінальною процентною ставкою облігації, що виражається у відсотках до її номінальної вартості.

Як бачимо застосування більшості розглянутих моделей у практиці діяльності вітчизняних підприємств торгівлі для визначення оптимальної структури капіталу за сучасних умов економічного розвитку і нерозвиненості фондового ринку є досить проблематичним і недоцільним.

Важливого значення в процесі оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості сьогодні набуває розгляд наступних важливих питань:

визначення елементів капіталу підприємства ритейлу, вартість яких потрібно враховувати при розрахунку середньозваженої вартості капіталу;

обґрунтування методичних підходів, які доцільно використовувати при вирішенні цієї задачі.

Оскільки головним елементом капіталу підприємств торгівлі є власний капітал, необхідно обрати найбільш універсальний спосіб розрахунку його вартості для різних підприємств галузі. При цьому необхідно враховувати той факт, що платнею за використання власного капіталу є дохід, що був отриманий підприємством за результатами його торговельно-фінансової діяльності. Цей дохід дорівнює кількісно розміру доходу, що споживається (тобто витрачається на дивіденди) та доходу, що капіталізується (тобто витрачається на розвиток підприємства). У вітчизняній практиці існує методика розрахунку вартості власного капіталу, відповідно до якої платнею за його використання вважається обсяг доходу, що залишається в розпорядженні підприємства торгівлі після покриття необхідних витрат і відрахування обов'язкових платежів, тобто сума чистого прибутку підприємства [35, 41, 133].

Такий підхід не зовсім точно відображає сутність показника, що розраховується; оскільки, як було зазначено на початку цієї глави, поняття вартості повинно відображати витратну природу джерела "власний капітал". Тому більш придатним є підхід до визначення вартості власного капіталу як відношення тієї частини доходу підприємства ритейлу, яка є платнею

власникам за його використання, наприклад, у вигляді дивідендів; тобто являє собою ту частину чистого прибутку, що призначена для споживання, до суми власного капіталу. Отже, для визначення вартості власного капіталу підприємства ритейлу доцільно використовувати наступну формулу розрахунку, яка є досить відомою [131]:

$$B_{\text{ВК}} = \frac{\text{ЧП}_{\text{ВЛ}}}{\overline{\text{ВК}}} \times 100\%, \quad (2.10)$$

де $B_{\text{ВК}}$ – вартість сформованого власного капіталу, %;

$\text{ЧП}_{\text{ВЛ}}$ – обсяг чистого прибутку, який сплачений власникам власного капіталу за його використання за період часу, що аналізується;

$\overline{\text{ВК}}$ – середній розмір власного капіталу підприємства за період часу, що аналізується.

Наступний елемент капіталу підприємства ритейлу, який потрібно враховувати при визначенні значення середньозваженої вартості капіталу, – позиковий капітал у вигляді банківських (фінансових) кредитів. Тобто, це кошти, які надаються підприємству банком у позику на визначений строк для цільового використання та під відсоток [134]. Їхня вартість визначається як сума всіх витрат підприємства ритейлу із залучення та обслуговування фінансових кредитів відносно до суми отриманих кредитів. Основною складовою витрат з обслуговування кредиту є відсотки за кредит, які необхідно сплачувати відповідно до умов кредитного договору. Також необхідно враховувати такі складові, як розмір комісійних винагород і нотаріальних витрат.

Таким чином, вартість залучення позикового капіталу у вигляді фінансових кредитів визначається як середня розрахункова ставка відсотку за кредит. Оскільки показник середньої розрахункової ставки відсотку за кредит не відповідає відсотковій ставці за конкретним кредитним договором, пропонується для її розрахунку (а, відповідно, й розрахунку вартості залучення

позикового капіталу у вигляді фінансових кредитів) використати наступну формулу [41, 56]:

$$B_{\text{ПКфк}} = \text{СРСВ}_{\text{фк}} = \frac{\text{ФВ}_{\text{фк}}}{\text{ФК}} \times 100\%, \quad (2.11)$$

де $B_{\text{ПКфк}}$ – вартість залучення позикового капіталу за рахунок фінансових кредитів, %;

$\text{СРСВ}_{\text{фк}}$ – середня розрахункова ставка відсотку за фінансовими кредитами, %;

$\text{ФВ}_{\text{фк}}$ – сума всіх фактичних фінансових витрат за всіма кредитами за період часу, що аналізується;

ФК – середній розмір довгострокових і короткострокових фінансових кредитів за період часу, що аналізується.

Банківські кредити є закономірним явищем ринкової економіки, яке притаманне нормальному та ефективному функціонуванню підприємств. Для підприємств ритейлу сьогодні загальна частка як довгострокового, так і короткострокового банківського кредитування є меншою порівняно з кредиторською заборгованістю, що викликане впливом зовнішніх і внутрішніх факторів. Так, більшість підприємств роздрібної торгівлі тривалий час знаходилися в тяжкому фінансовому становищі (яке характеризувалося низькою платоспроможністю й ліквідністю), що, зрозуміло, не викликало довіри у банків через підвищення ймовірності неповернення позик і ризикованості кредитних операцій. Крім того, відсотки за користування кредитами були досить високими (як свого роду платня за високий кредитний ризик), а умови кредитування досить жорсткими, через що більшість підприємств галузі не прагнули одержати кредит.

В економічній літературі існує думка про виключення кредиторської заборгованості з розрахунку середньозваженої вартості капіталу, а за позиковий капітал приймають лише такі його види, як довгострокові й короткострокові кредити банків [38; 42]. Ця думка пов'язана з тим, що показник

середньозваженої вартості капіталу відображає платні запозичення підприємства, а кредиторська заборгованість вважається для підприємства безкоштовною. Це пояснюється тим, що кредиторська заборгованість є результатом поточних операцій; тобто нарощення обсягів реалізації автоматично супроводжується її виникненням. А оскільки розрахунок середньозваженої вартості капіталу, як правило, проводиться з метою вирішення довгострокових інвестиційних питань, тому з його розрахунку сума кредиторської заборгованості виключається.

Зауважимо, що як джерело позикового фінансування діяльності підприємства ритейлу кредиторська заборгованість характеризується певною неоднорідністю. Тому доцільно поділяти кредиторську заборгованість на кредиторську заборгованість товарного характеру (кредиторську заборгованість за товари, роботи, послуги) і кредиторську заборгованість за розрахунками (поточну заборгованість з оплати праці робітникам, із бюджетом, зі страхування, з учасниками та ін.), оскільки саме цей її вид, як правило, і є в деякому роді "безкоштовним" для підприємства [134].

Галузеві особливості підприємств роздрібної торгівлі характеризуються значною питомою вагою кредиторської заборгованості з постачальниками як у складі позикового капіталу, так і в сукупному капіталі. Таким чином, кредиторська заборгованість товарного характеру є одним із короткострокових джерел позикового капіталу торговельних підприємств, що бере безпосередню участь у фінансуванні торговельної діяльності як один із видів торгового (комерційного) кредиту. А саме, є торговим кредитом із відстрочкою платежу в межах обумовленого строку, який оговорюється умовами контракту на постачання товарів і не потребує оформлення спеціальних документів [79]. Використання цього виду кредиту в умовах ринкової економіки широко застосовується в практиці торговельних підприємств. Зміст цієї процедури полягає в тому, що, якщо підприємство-покупець здійснює сплату до закінчення обумовленого строку, це дозволяє йому скористатися знижкою, яка надається постачальником, що, у свою чергу, забезпечить скорочення розміру

витрат з оплати товарів. З іншого боку, підприємство може відмовитися від знижки і, таким чином, отримати у своє розпорядження на весь період відстрочки розрахунків за надані товари кредит у вигляді кредиторської заборгованості.

Виходячи з вищевикладеного, маються всі підстави стверджувати, що підприємства ритейлу несуть певні витрати, пов'язані із залученням і використанням кредиторської заборгованості, які необхідно враховувати при визначенні показника середньозваженої вартості капіталу.

Отже, вартість такого виду кредиту у вигляді кредиторської заборгованості доцільно розраховувати як суму неотриманих знижок із ціни товарів, що були отримані підприємством за умови здійснення платежу готівкою, за наступною формулою [35; 56]:

$$B_{\text{зкз}} = \frac{\text{ЦЗ} \times 360}{\text{ПВП}} \times 100\%, \quad (2.12)$$

де $B_{\text{зкз}}$ – вартість залучення кредиторської заборгованості товарного характеру, %;

ЦЗ – цінова знижка за умови здійснення платежу готівкою за придбані товари, у частках одиниці;

ПВП – тривалість періоду відстрочки платежу за розрахунками, дні.

Ковальовим В.В. була запропонована формула для визначення вартості кредиторської заборгованості, яка відрізняється від наданої вище формули тим, що в її знаменнику відображається різниця між тривалістю періоду відстрочки платежу за розрахунками та періодом, протягом якого діє знижка з ціни [100]. Але формула (2.12) більш точно відображає розрахунок, оскільки показник "тривалість періоду відстрочки платежу за розрахунками" являє собою період надання кредиту у вигляді кредиторської заборгованості товарного характеру.

Підприємства ритейлу від використання кредиторської заборгованості отримують певні вигоди. Справа в тому, що між моментом її появи (поставкою товарів) та моментом її погашення проходить певний проміжок часу. Унаслідок

чого підприємство здійснює розрахунки зі своїми кредиторами (постачальниками) за надані товари знеціненими грошовими коштами, таким чином отримавши так званий "непрямий дохід", який утворюється під впливом дії інфляційного процесу. Розрахунок величини непрямого доходу заснований на підходах, що базуються на урахуванні динаміки падіння купівельної спроможності грошової одиниці на основі формули [62; 100]:

$$k_{\text{ПКС}} = \frac{1}{i_{\text{ц}}}, \quad (2.13)$$

де $k_{\text{ПКС}}$ – коефіцієнт падіння купівельної спроможності грошової одиниці;
 $i_{\text{ц}}$ – індекс споживчих цін (індекс інфляції).

Звідси, величину непрямого доходу від використання кредиторської заборгованості можна визначити за такою формулою:

$$\text{НД}_{\text{КЗт}} = \overline{\text{КЗ}}_{\text{т}} - \overline{\text{КЗ}}_{\text{т}} \times \frac{1}{i_{\text{ц}}}, \quad (2.14)$$

де $\text{НД}_{\text{КЗт}}$ – непрямий дохід підприємства від використання кредиторської заборгованості товарного характеру за період, що аналізується;

$\overline{\text{КЗ}}_{\text{т}}$ – середній розмір кредиторської заборгованості товарного характеру за період, що аналізується.

Для подальших розрахунків пропонується ввести показник "непряма рентабельність від використання кредиторської заборгованості товарного характеру", який розраховується за наступною формулою:

$$\text{НР}_{\text{КЗт}} = \frac{\text{НД}_{\text{КЗт}}}{\overline{\text{КЗ}}_{\text{т}}} \times 100\%, \quad (2.15)$$

де $\text{НР}_{\text{КЗт}}$ – непряма рентабельність від використання кредиторської заборгованості товарного характеру, %.

Таким чином, з урахуванням викладеного вище, формула розрахунку

вартості кредиторської заборгованості (формула (2.12)) з урахуванням непрямого доходу від її використання має такий вигляд:

$$B_{\text{КЗт}} = \frac{\text{ЦЗ} \times 360}{\text{ПВП}} \times 100\% - \text{НР}_{\text{КЗт}}, \quad (2.16)$$

де $B_{\text{КЗт}}$ – вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням непрямой рентабельності, %.

Вартість залучення кредиторської заборгованості за розрахунками (внутрішньої кредиторської заборгованості) умовно вважається рівною нулеві, тому що підприємство не несе ніяких витрат із її обслуговування. Бланк І. відзначає, що цей вид заборгованості не відноситься до управління фінансуванням з позицій оцінки вартості капіталу, оскільки «терміни нарахування цієї нарахованої заборгованості.... не залежать від підприємства» [35, с.180].

Витрати із використання кредиторської заборгованості, певною мірою, є відносними, підприємства не здійснюють їх розрахунок на практиці. Тому кредиторська заборгованість здається "безкоштовною". Але уявна дорожнеча фінансових кредитів є обманливою, оскільки реальні витрати при використанні кредиторської заборгованості часто перевищують втрати, які виникають при сплаті за користування кредитами.

Діяльність будь-якого підприємства ритейлу передбачає зростання обсягів реалізації, яке може стримуватися через нестачу джерел фінансування. Фінансування діяльності підприємства торгівлі, крім загальновідомих джерел, також може здійснюватися за допомогою опціонів, заставних операцій, оренди та франчайзингу [100; 136; 137].

Ще одним важливим фактором, який необхідно враховувати при розрахунку середньозваженої вартості капіталу підприємства ритейлу, є одне з найбільш швидкообілізуюємих джерел фінансування як оренда. Оренда є, свого роду, непрямую формою фінансування діяльності й застосовується в тих

випадках, коли підприємство торгівлі або не бажає придбати основні засоби у власність, або не має відповідних фінансових можливостей це зробити (через специфіку галузі й формування активів і капіталу, відсутність відповідних фінансових можливостей, високий розмір ставки відсотку за кредит тощо).

У світовій практиці найпоширенішими вважаються такі форми оренди майна, як операційна і фінансова оренда, які в кожній окремій країні мають свою специфіку [137–140]. Відповідно до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" орендні операції можуть здійснюватися у вигляді оперативної, фінансової та зворотної оренди [141].

Фінансова оренда є новою, нетрадиційною специфічною системою перспективного фінансування, в якій задіяні орендні відносини, елементи кредитного фінансування, розрахунки за борговими зобов'язаннями та інші фінансові механізми. Вона передбачає придбання орендодавцем (яким, як правило, є лізингова компанія) за замовленням орендатора основних засобів з подальшим їх переданням у користування орендатору на строк, що не перевищує строку повної амортизації такого майна, з обов'язковою подальшою передачею права власності на основні засоби орендатору. В економічній літературі фінансова оренда має ще назву фінансового лізингу або просто лізингу [136; 141–144].

Цей вид оренди, поширений в економічно розвинутих країнах, є одним з альтернативних варіантів придбання основних засобів за рахунок довгострокових кредитів банку, і є різновидом фінансового кредиту [141]. Тобто, є довгостроковою орендою майна з правом його викупу [145]. Орендна плата при цьому не є винагородою за використання основних засобів, а являє собою відшкодування вартості майна, оскільки орендатор володіє правом викупу орендованих основних засобів після закінчення строку їх оренди. Витрати орендодавця на купівлю об'єктів фінансового лізингу не включаються до складу валових витрат або до складу основних фондів орендодавця. Згідно з Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку №1 "Баланс" об'єкти фінансової оренди та відповідні зобов'язання повинні бути капіталізовані,

тобто відображені в балансі підприємства-орендатора [47]. Відповідно, і витрати по фінансовій оренді (орендна плата) відносяться до фінансових витрат підприємства разом із витратами за сплату відсотків за користування позиками та кредитами (тобто враховуються при розрахунку середньозваженої вартості капіталу).

Зворотна оренда передбачає продаж основних засобів фінансовій організації з одночасним зворотним отриманням таких основних засобів в оперативний або фінансовий лізинг. У вітчизняній практиці орендних відносин ці види оренди не поширені. Переважною формою й досі залишається операційна оренда основних засобів, яка являє собою господарську операцію, що передбачає передачу орендодавцю права користування основними засобами на строк, що не перевищує строку їх повної амортизації, з обов'язковим їх поверненням власнику після закінчення строку дії орендної угоди. Тобто, майно, передане в оперативну оренду, залишається у власності орендодавця (знаходиться на його балансі) і, тому, не відображається в балансі орендатора. Витрати по операційній оренді підприємства-орендатора (орендна плата) відносяться до витрат на збут. Величина орендної плати при операційній оренді складається з двох основних елементів: амортизації, яка є найбільш вагомою складовою, та відсотків за орендою, які є, свого роду, прибутком для орендодавця [146].

Законодавством України не передбачено обмеження розміру орендної плати за надане в оренду майно (вона визначається за домовленістю сторін). Але це не поширюється на договори оренди майна, яке знаходиться в державній і комунальній власності. Так, відповідно до Методики № 786, розмір орендної ставки при оренді нерухомого державного майна може коливатися від 1 до 20 % залежно від цілей призначення майна, яке використовується орендатором [147].

Таким чином, основні засоби, орендовані на засадах операційної оренди, беруть ту ж саму участь у торговельній діяльності підприємств роздрібною торгівлі як і власні основні засоби та основні засоби, орендовані на засадах

фінансової оренди. Тому доцільно враховувати орендовані основні засоби на засадах операційної оренди в частині включення їх вартості в сукупних активах (у складі необоротних активів), так і в сукупному капіталі (у складі довгострокових зобов'язань). А витрати по операційній оренді (відсоток за оренду) враховувати при розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу.

Взагалі, підприємство при прийнятті рішення щодо основних засобів повинно ретельно зважити всі вади та переваги варіантів їх можливого отримання – від купівлі за власні кошти до їх фінансової оренди. Порівняльна характеристика різних способів фінансування діяльності підприємства ритейлу надана нами в узагальненому вигляді в табл. 2.2.

Таким чином, з урахуванням викладених вище аргументів нами пропонується наступна методика розрахунку величини показника середньозваженої вартості капіталу підприємства роздрібної торгівлі:

$$CBK = \frac{B_{BK} \times PB_{BK} + B_{PKFK} \times PB_{FK} + B_{K3T} \times PB_{K3T} + B_O \times PB_O}{100}, \quad (2.17)$$

де CBK – середньозважена вартість капіталу підприємства, %;

PB_{BK} – питома вага власного капіталу в загальній сумі капіталу, %;

PB_{FK} – питома вага залучених фінансових кредитів у загальній сумі капіталу, %;

PB_{K3T} – питома вага кредиторської заборгованості товарного характеру в загальній сумі капіталу, %;

B_O – вартість операційної оренди основних засобів (відсоток за орендою), %;

PB_O – питома вага орендованих основних засобів як довгострокового кредиту в загальній сумі капіталу, %.

Зауважимо, що вартість фінансових кредитів, кредиторської заборгованості товарного характеру та оренди повинна бути скоригована на величину ставки податку на прибуток.

Таблиця 2.2

Порівняльна характеристика способів фінансування основних засобів

Ознака	Придбання основних засобів за рахунок власних коштів	Придбання основних засобів за рахунок банківського кредиту	Одержання основних засобів за рахунок оперативної оренди	Придбання основних засобів за рахунок фінансової оренди
Ступінь фінансування основних засобів	100% придбаних основних засобів	60 – 70% вартості основних засобів	-	100% придбаних основних засобів
Забезпеченість	-	Кредитор вимагає ліквідну заставу вартості не менше 130 – 140% вартості кредиту	-	Заставою є об'єкт фінансової оренди
Право власності на основні засоби	Підприємство є власником придбаних основних засобів	Кредитор зберігає за собою заставне майно до повного погашення позики	Право власності на основні засоби належить орендодавцю	Лізингоотримувач стає власником взятих в оренду основних засобів лише після закінчення строку договору та повної сплати лізингових платежів
Форма надання	Товарна	Грошова	Товарна	Товарна або грошово-товарна при зворотній оренді
Спосіб погашення боргу	-	У грошовій формі	У грошовій формі	Грошова, товарна або змішана форма
Розмір оплати	Вартість основних засобів	Основна сума боргу та відсоток за кредит	Амортизація та орендний відсоток	Вартість основних засобів, плата за банківський кредит та лізингова маржа
Пільги	Відсутні	Зменшує оподатковуваний прибуток	Зменшує оподатковуваний прибуток	Зменшує оподатковуваний прибуток
Необхідність складання договору	-	Обов'язкове	Більш складний порівняно з договором кредитування	Більш складний порівняно з договором кредитування

Запропонована методика дозволяє управляти процесом формування капіталу підприємств роздрібною торгівлі, використовуючи всі джерела коштів, які знаходяться в їх розпорядженні, включаючи кредиторську заборгованість товарного характеру та операційну оренду основних засобів.

Кожне торговельне підприємство прагне забезпечити прибуткову господарську діяльність, тому рентабельність його активів повинна перевищувати вартість вкладеного в них капіталу. Тобто капітал повинен приносити дохід, який, як мінімум, повинен покривати його загальну вартість. У зворотному випадку, як правило, відбувається втрата коштів, закриття підприємств, повернення позикового капіталу кредиторам і використання власних коштів у інших кращих варіантах, що вимагає від керівництва прийняття зважених заходів із "оздоровлення" або закриття підприємства.

Запропонована методика дозволяє управляти процесом формування капіталу підприємств торгівлі, використовуючи всі джерела коштів, які знаходяться в їх розпорядженні (включаючи кредиторську заборгованість товарного характеру та операційну оренду основних засобів).

2.3. Оптимізація структури капіталу підприємств ритейлу за критерієм ефективності його використання

Оптимізація структури капіталу підприємства ритейлу, а також обґрунтування максимального обсягу залучення позикового капіталу для фінансування господарської діяльності, може відбуватися на основі визначення впливу структури капіталу на кінцеві результати його діяльності та інтереси його власників, які пов'язані з підвищенням рентабельності власного капіталу. Іншими словами, оптимізація структури капіталу засновується на управлінні ефектом фінансового левериджу, який використовується підприємством торгівлі.

У теорії фінансового менеджменту фінансовий леверидж

використовується для оцінки фінансового ризику підприємства. Під фінансовим ризиком розуміється ризик, пов'язаний з нестачею прибутку для здійснення обов'язкових платежів із прибутку.

Із позицій фінансового управління на величину чистого прибутку впливають два фактори: раціональність використання наявних у підприємства фінансових ресурсів; структура джерел коштів. Перший фактор відображається в структурі активів підприємства (основних і оборотних коштів) і в ефективності їхнього використання (характеристикою даного фактору є виробничий леверидж). Другий фактор відображається в структурі капіталу, тобто у співвідношенні власних і позикових коштів. Категорією, яка відображає вплив даного фактору на величину чистого прибутку, є фінансовий леверидж. Дана залежність ґрунтується на твердженні, що вартість капіталу залежить від його структури.

Показник "фінансовий леверидж" застосовується для визначення ефективності використання капіталу при різному співвідношенні власного та позикового капіталу, за допомогою якого знаходиться ефект, що полягає в підвищенні рентабельності власного капіталу при збільшенні частки позикового капіталу в загальній його сумі [148]. Тобто, цей показник характеризує рентабельність власного капіталу (відношення прибутку до власного капіталу).

Існує декілька моделей визначення ефекту фінансового левериджу, найбільшу відомість із яких отримали тільки дві – "американська" та "європейська" [12; 61; 100]. В основу "американської" моделі розрахунку ефекту фінансового левериджу покладений підхід, що базується на визнанні за фондовим ринком пріоритету в прийнятті фінансових рішень [12; 54; 61; 149]. У цьому випадку фінансовий леверидж характеризує відсоткову зміну чистого прибутку на акцію при зміні на 1% прибутку до сплати відсотків і податків. Чим дорожче обходиться позиковий капітал підприємству, тим більше значення ефекту фінансового левериджу за цією моделлю.

Даному варіанту розрахунку властиві певні недоліки. Цей показник є

складним у розрахунках і інтерпретації. Крім того, у цьому випадку, порівняння в просторі ефекту фінансового левериджу є можливим лише за умови однаковості розмірів базових величин валового прибутку підприємств торгівлі, які порівнюються. У вітчизняній інтерпретації цей підхід знайшов втілення у вигляді формули (яка здебільшого використовується в динамічному аналізі), заснованої на відношенні темпу зміни чистого прибутку до темпу зміни прибутку до сплати відсотків і податків [56; 98; 100; 117].

У рамках американського підходу ефект фінансового левериджу (DFL) виражається за допомогою наступної формули:

$$DFL = \frac{TNI}{TGI} = \frac{GI}{GI - I_n}, \quad (2.18)$$

де TNI – темп зміни чистого прибутку, %;

TGI – темп зміни прибутку до відрахування відсотків і податків, %;

GI – прибуток до відрахування відсотків і податків;

I_n – сума відсотків по кредитах, виплачуваних із прибутку.

Як правило, в економічній літературі фінансовий леверидж визначається за моделлю, яка ще має назву "європейської", і, на відміну від попереднього методу розрахунку ("американської" моделі), дозволяє визначити безпечний розмір й умови залучення позикового капіталу. Фінансовий леверидж у цій моделі визначає додаткову рентабельність власного капіталу, яка отримана за рахунок використання кредитів, порівняно з рентабельністю капіталу, що профінансований тільки за рахунок власних коштів. Розрахунок ведеться за формулою, яка враховує вплив оподаткування [30; 61; 117; 150]:

$$ЕФЛ = (1 - СП_{пр})(ЕР - СРСВ) \times \frac{ПК}{ВК}, \quad (2.19)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, %;

$СП_{пр}$ – ставка податку на прибуток, у долях одиниці;

ЕР – рівень економічної рентабельності активів підприємства ритейлу, %;

СРСВ – середня розрахункова ставка відсотка за всіма видами кредиту, що використовується підприємством, %;

ПК – сума (питома вага) позикового капіталу;

ВК – сума (питома вага) власного капіталу.

Ця формула має два складових елементи:

диференціал фінансового левериджу (ЕР–СРСВ), який характеризує різницю між рівнем економічної рентабельності активів і середньою ставкою відсотку за кредит;

коефіцієнт (плече) фінансового левериджу (ПК / ВК), який характеризує обсяг позикового капіталу, що припадає на одиницю власного капіталу підприємства ритейлу, тобто характеризує силу дії фінансового левериджу.

Також існує інший підхід до розрахунку ефекту фінансового левериджу за даною моделлю, який замість показника середньої розрахункової ставки відсотку за кредитами містить показник "середньозваженої вартості позикового капіталу" [12; 56]. Він є більш точним і має принципове значення при застосуванні даної моделі під час оптимізації фінансової структури капіталу з позиції ефективності його використання. Отже, величина ефекту фінансового левериджу залежить від трьох складових: структури капіталу підприємства ритейлу; різниці між його економічною рентабельністю та вартістю позикового капіталу; рівня оподаткування підприємства (ставки податку на прибуток).

Виділення диференціалу та коефіцієнта (плеча) фінансового левериджу дозволяє цілеспрямовано управляти збільшенням ефекту фінансового левериджу при формуванні структури капіталу. Знаючи, як визначити ефект фінансового левериджу та як його регулювати, можна прогнозувати фінансові результати від використання позикового капіталу. Таким чином, із підвищенням частки позикового капіталу рентабельність власного капіталу підприємства буде зростати доти, доки відсотки за кредити не перевищать прибуток підприємства. Отже, заборгованість підприємства перед кредитором є його фінансовим ризиком, який за умови успішного вкладення цих коштів

збільшити прибутковість власного капіталу.

Практичні дії з управління рівнем левериджу залежать від таких факторів, як стабільність продажів, ступінь насиченості ринку продукцією даного підприємства, наявність резервного позикового потенціалу, темп розвитку компанії, наявна структура активів і капіталу, податкова політика держави відносно інвестиційної діяльності, поточна та перспективна ситуації на фондових ринках тощо.

Так, підприємство може вдаватися до залучення додаткового позикового капіталу для розширення масштабів своєї діяльності за умови наявності стабільних позицій на ринку товарів і послуг, генерування достатнього обсягу прибутків; для підприємств, що перебувають на стадії швидкого розвитку, тобто успішно нарощують свої виробничі потужності. Тобто підприємство може залучати позиковий капітал, підвищуючи тим самим рівень фінансового ризику і рівень використання власного капіталу, за умов стійкого економічного зростання.

З іншого боку, високоприбуткові підприємства, які одержують прибуток в обсягах, достатніх для поточного і перспективного розвитку, і мають можливості до залучення позикового капіталу, можуть не вдаватися до залучення довгострокових позикових коштів.

У процесі оптимізації структури капіталу за критерієм ефективності його використання важливого значення також набуває визначення елементів капіталу, які необхідно враховувати при розрахунку ефекту фінансового левериджу.

У спеціалізованій літературі, поряд із думкою щодо виключення кредиторської заборгованості з розрахунків середньозваженої вартості капіталу також існує думка про її виключення при визначенні ефекту фінансового левериджу. Але, як було відзначено раніше, підприємства ритейлу несуть як певні витрати, пов'язані із залученням і використанням кредиторської заборгованості, так і отримують від її використання певні вигоди. Тому витрати підприємства ритейлу з обслуговування кредиторської заборгованості слід

відносити до витрат фінансового характеру й враховувати при визначенні ефекту фінансового левєриджу. Аналогічно необхідно враховувати й непрямий дохід.

Витрати на залучення та використання кредиторської заборгованості розраховується як сума неотриманих знижок із ціни товарів, що були отримані підприємством за умови здійснення платежу готівкою (формула 2.12). Таким чином, фінансові витрати підприємства від використання кредиторської заборгованості визначаються за формулою:

$$\Phi B_{\text{КЗт}} = B_{\text{Зкз}} \times \overline{\text{КЗ}}_{\text{т}}, \quad (2.20)$$

де $\Phi B_{\text{КЗт}}$ – фінансові витрати, пов'язані із використанням кредиторської заборгованості товарного характеру.

Непрямий дохід від використання кредиторської заборгованості товарного характеру розраховується за формулою (2.14).

Витрати із залучення кредиторської заборгованості за розрахунками при визначенні ефекту фінансового левєриджу також вважаються рівними нулеві.

При розгляді оптимізації фінансової структури капіталу підприємства ритейлу за критерієм ефективності його використання слід використати оригінальну методику розрахунку ефекту фінансового левєриджу, запропоновану М. Дядюк. Ця методика базується на визначенні показника "нетто-результату від експлуатації інвестицій підприємства", який характеризує частину прибутку, що залишається в розпорядженні підприємства після покриття всіх витрат, пов'язаних із здійсненням торговельної діяльності [151].

Як правило, цей показник визначається як сума прибутку до оподаткування та фінансових витрат, пов'язаних зі структурою капіталу, які відносяться на собівартість реалізованих товарів [41; 56]. Дядюк М., при дослідженні компонентів, які слід включити до розрахунку нетто-результату від експлуатації інвестицій (окрім витрат на залучення фінансових кредитів, витрат і непрямого доходу від кредиторської заборгованості товарного

характеру), розглядає питання, пов'язане з урахуванням витрат на оренду майна та вводить цей показник у знаменник "американської" моделі розрахунку ефекту фінансового левериджу, тим самим значно розширивши поняття "прибуток до сплати податків і відсотків" [151]. Ця методика не суперечить обґрунтуванню необхідності урахування оперативної оренди як одного з елементів капіталу підприємства ритейлу в процесі оптимізації його структури. Оскільки ефект фінансового левериджу визначатиметься за допомогою "європейської" моделі, показник "нетто-результат від експлуатації інвестицій" вводиться в розрахунок економічної рентабельності активів. Крім того, доцільним є урахування орендованих основних засобів на засадах операційної оренди шляхом включення їх вартості в сукупних активах (у складі необоротних активів), так і в сукупному капіталі (у складі довгострокових зобов'язань).

Викладені вище аргументи звертають нашу увагу, головним чином, на диференціал фінансового левериджа. Таким чином, розрахунок ефекту фінансового левериджу підприємства роздрібної торгівлі за "європейською" моделлю матиме наступний вигляд:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{СП}_{\text{пр}})(\text{ЕР} - \text{СВ}_{\text{ПК}}) \times \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}, \quad (2.21)$$

$$\text{ЕР} = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{А} + \text{ОЗ}_\text{о}} \times 100\%, \quad (2.22)$$

$$\text{НРЕІ} = \text{БП} + \text{ФВ}_{\text{ФК}} + \text{ФВ}_{\text{КЗт}} + \text{НД}_{\text{КЗт}} + \text{ОП}, \quad (2.23)$$

$$\text{СВ}_{\text{ПК}} = \text{СР} \text{СВ}_{\text{ФК}} \times \text{ПВ}_{\text{ФК}} + \text{В}_{\text{КЗт}} \times \text{ПВ}_{\text{КЗт}} + \text{В}_\text{о} \times \text{ПВ}_\text{о}, \quad (2.24)$$

де $\text{СВ}_{\text{ПК}}$ – середньозважена вартість позикового капіталу, що

використовується підприємством, %;

НРЕІ – нетто-результат експлуатації інвестицій підприємства;

А – сукупні активи підприємства;

ОЗ_О – вартість орендованих основних засобів;

БП – сума прибутку до оподаткування;

ОП – розмір орендної плати;

ПВ_{ФК} – питома вага фінансових кредитів у загальній сумі позикового капіталу підприємства, у частках одиниці;

ПВ_{КЗТ} – питома вага кредиторської заборгованості товарного характеру у загальній сумі позикового капіталу підприємства, у частках одиниці;

ПВ_О – питома вага довгострокового кредиту у вигляді орендованих основних засобів у загальній сумі позикового капіталу підприємства, у частках одиниці.

Фінансовий леверидж є об'єктивним фактором, який виникає одночасно з появою позикових джерел фінансування в загальній сукупності капіталу підприємства, що дозволяють отримати додатковий прибуток на власний капітал. Оскільки він визначає додаткову рентабельність власного капіталу, отриману за рахунок використання кредитів, порівняно з рентабельністю капіталу, що профінансований тільки за рахунок власних коштів, то значення цих двох показників потребують порівняння.

Управління фінансовою структурою капіталу за критерієм ефективності його використання має відбуватися шляхом визначення відокремленого впливу окремих факторів (компонентів формули ефекту фінансового левериджу) на результативний показник (ефект фінансового левериджу). Для чого пропонується використати спосіб ланцюгових підстановок, який характеризується достатньою простотою застосування та є одним із найбільш універсальних методів елімінування. Цей спосіб полягає, по-перше, у послідовній заміні у функціональній моделі, яка описує базовий рівень економічного показника, базисних параметрів на звітні; по-друге, в обчисленні умовних результативних показників і їх порівнянні для визначення впливу

факторів [117; 152; 153].

Таким чином, процес оптимізації фінансової структури капіталу підприємства роздрібної торгівлі за критерієм ефективності його використання повинен відбуватися за етапами, наведеними на рис. 2.5.



Рис. 2.5. Методика факторного аналізу ефекту фінансового левериджу підприємства ритейлу за критерієм ефективності використання капіталу

Етап 1. Визначення величини факторів економічної рентабельності активів, середньозваженої вартості позикового капіталу, питомої ваги позикового й власного капіталу в базисному та звітному періодах за наведеними вище формулами.

Етап 2. Відповідно до правил послідовності розрахунків за допомогою

способу ланцюгових підстановок, у першу чергу відбувається підстановка (заміна) в моделі кількісних факторів, потім – структурних, і, нарешті, – якісних факторів [117; 153].

Оскільки показники питомої ваги позикового та власного капіталу є структурними факторами, а показники економічної рентабельності активів і середньозваженої вартості позикового капіталу – якісними факторами, для проведення ланцюгових підстановок формулу (2.21) необхідно надати в такому вигляді:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{СП}_{\text{пр}}) \times \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}} \times (\text{ЕР} - \text{СВ}_{\text{ПК}}).$$

Звідси, у формалізованому вигляді ця формула може бути описана як функція зміни результативного показника під впливом факторів таким чином:

$$\text{ЕФЛ} = f(\text{ПК}, \text{ВК}, \text{ЕР}, \text{СВ}_{\text{ПК}}).$$

Етап 3. Послідовна заміна базисних параметрів, які входять до формули, на звітні та розрахунок умовних результативних показників представлені у вигляді такого алгоритму:

$$\text{ЕФЛ}_0 = f(\text{ПК}_0, \text{ВК}_0, \text{ЕР}_0, \text{СВ}_{\text{ПК}_0}),$$

$$\text{ЕФЛ}_{\text{ум.1}} = f(\text{ПК}_1, \text{ВК}_0, \text{ЕР}_0, \text{СВ}_{\text{ПК}_0}),$$

$$\text{ЕФЛ}_{\text{ум.2}} = f(\text{ПК}_1, \text{ВК}_1, \text{ЕР}_0, \text{СВ}_{\text{ПК}_0}),$$

$$\text{ЕФЛ}_{\text{ум.3}} = f(\text{ПК}_1, \text{ВК}_1, \text{ЕР}_1, \text{СВ}_{\text{ПК}_0}),$$

$$\text{ЕФЛ}_1 = f(\text{ПК}_1, \text{ВК}_1, \text{ЕР}_1, \text{СВ}_{\text{ПК}_1}).$$

Етап 4. Вплив факторів на відхилення значення результативного показника визначається шляхом зіставлення одержаних умовних результативних показників між собою, як різницю між кожним наступним і попереднім:

$$\begin{aligned}
\Delta \text{ЕФЛ}(\text{ПК}) &= \text{ЕФЛ}_{\text{ум.1}} - \text{ЕФЛ}_0, \\
\Delta \text{ЕФЛ}(\text{ВК}) &= \text{ЕФЛ}_{\text{ум.2}} - \text{ЕФЛ}_{\text{ум.1}}, \\
\Delta \text{ЕФЛ}(\text{ЕР}) &= \text{ЕФЛ}_{\text{ум.3}} - \text{ЕФЛ}_{\text{ум.2}}, \\
\Delta \text{ЕФЛ}(\text{СВ}_{\text{ПК}}) &= \text{ЕФЛ}_1 - \text{ЕФЛ}_{\text{ум.3}}, \\
\Delta \text{ЕФЛ}_{\text{заг}} &= \text{ЕФЛ}_1 - \text{ЕФЛ}_0 = \sum \Delta \text{ЕФЛ}_{(\text{ПК}, \text{ВК}, \text{ЕР}, \text{СВ}_{\text{ПК}})}.
\end{aligned}$$

Такі розрахунки дозволяють визначити який компонент у більшій мірі впливає на збільшення або зменшення ефекту, що уможливорює більш ефективне управління ним відповідно до поставлених цілей. Крім того, визначивши за допомогою факторного аналізу розмір впливу окремих складових ефекту фінансового левериджу на його значення, можна виявити межу граничної частки використання позикового капіталу, достатній рівень економічної рентабельності активів і допустиму вартість позикового капіталу для кожного конкретного підприємства ритейлу та, врешті, прийняти обґрунтоване рішення щодо визначення оптимальної структури капіталу з позицій найбільш ефективного його використання.

Під час управління ефектом фінансового левериджу з метою оптимізації фінансової структури капіталу підприємства може виникнути питання, якою повинна бути гранична ставка відсотка за кредит, вище за яку підприємству не вигідно укладати кредитний договір із банком. Дотримання даної ставки в кредитному договорі дозволяє підприємству зберегти рівень рентабельності власного капіталу.

Величину граничної процентної ставки рекомендують визначати за формулою [32]:

$$K_{\text{сг}} = K_{\text{со}} + \frac{\left[\text{ЧП} - \frac{(\text{ВВ} \times \text{ЧПб})}{K} \right]}{\text{ПК}} \times 100, \quad (2.25)$$

де $K_{\text{сг}}$ – гранична кредитна ставка, %;

K_{co} – облікова ставка, що встановлена Національним банком України;

BK – джерела власних коштів (власний капітал);

K – загальна сума джерел (капітал);

PK – джерел позикових коштів (позиковий капітал);

$ЧПБ$ – чистий прибуток підприємства за базисних умов (без користування кредитом);

$ЧП$ – чистий прибуток у розрахунковому періоді (за період залучення кредиту).

Для кожної конкретної кредитної угоди можна розрахувати гранично припустиму ставку банківського відсотка:

$$K_{сг} = K_{co} + \left(\frac{ЧП}{PK} \times 100 \right), \quad (2.26)$$

де K_{co} – облікова ставка, що встановлена Національним банком України;

$ЧП$ – чистий прибуток за конкретною комерційною угодою;

PK – позикові джерела коштів у вигляді кредиту.

Виявлені за результатами дослідження основні підходи до оцінки структури капіталу підприємств ритейлу дозволили визначити напрями її оптимізації в сучасних умовах.

РОЗДІЛ 3

ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНІ АСПЕКТИ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В РИТЕЙЛІ

3.1. Організаційне забезпечення процесів управління формуванням капіталу підприємства

Існуючі підходи до формування оптимальної структури капіталу не знаходять широкого застосування у вітчизняній практиці оптимізації структури капіталу підприємств, оскільки вони не враховують великої кількості якісних факторів, для розрахунку яких досі не запропоновано ефективного методу. Відзначимо, що в них відсутня чітка методика оптимізації, а відповідно й організаційне забезпечення. Однією з основних проблем при формуванні структури капіталу є незабезпеченість достовірними вихідними даними, що негативно впливає й на організаційні процеси.

Основним принципом побудови системи оцінки є її комплексність: вона повинна включати показники, які характеризують різні сторони формування капіталу підприємства ритейлу.

Етапи організаційного забезпечення оцінки містять такі складові:

1. Систему управління оціночною діяльністю (процедурами), яка визначає напрями та цілі оцінки, функції управління.

2. Організаційну структуру, яка визначає підрозділи та посади, що здійснюють оцінку людського капіталу, їх завдання та зв'язки з іншими підрозділами та посадами.

3. Методику оцінки, яка відображатиме методи та систему показників оцінки, процедури і технологію оцінювання людського капіталу працівника та підприємства.

4. Систему інформаційного забезпечення та автоматизації процедури оцінки людського капіталу, яка складається з джерел і засобів збору даних, баз даних, програмного забезпечення для виконання розрахунків і формування

звітів. На основі зазначених етапів та розробленого підходу до оптимізації процесу формування та оцінки людського капіталу підприємства побудовано організаційну модель (рис. 3.1).

В організаційній структурі розробленої моделі розрахунки, необхідні для її реалізації, виконують (проводять):

- бухгалтер-економіст – проводить дослідження впливу залучення капіталу з різних джерел на формування оптимальної структури капіталу, фінансові результати діяльності підприємства, за їх допомоги ведеться моніторинг ефективності формування та використання капіталу;

- безпосередні керівники вищої та середньої ланок повинні давати оцінку управлінським рішенням, які приймаються щодо формування оптимальної структури капіталу;

- експерти з оцінки – можуть бути як безпосередніми працівниками підприємства ритейлу, так і запрошеними ззовні фахівцями, які організовуватимуть всі необхідні процеси для застосування розробленого науково-методичного підходу щодо оптимізації структури капіталу.

Методологія дослідження розробленої економіко-математичної моделі містить різноманітні види методів (набір способів, прийомів і операцій, що дозволяють оцінити структуру капіталу підприємства ритейлу, виявити напрямки його оптимізації тощо). Методи повинні забезпечувати розрахунки показників, що характеризують:

- 1) ефективність залучення та використання капіталу підприємства з різних джерел;
- 2) ефективність оптимізації структури капіталу працівника за різними напрямками та критеріями;
- 3) розмір капіталу в цілому та показники його фінансової структури;
- 4) наявну структуру капіталу підприємства;
- 5) вплив певного джерела капіталу на характеристики його структури;
- 6) загальні витрати на реалізацію заходів із оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу;



Рис. 3.1. Організаційна модель забезпечення оптимізації процесу формування та оцінки структури капіталу підприємств ритейлу

7) розмір капіталу та його фінансову структуру після реалізації заходів із його оптимізації.

Предметом розробленого підходу є:

- кількісні характеристики капіталу та його структури, а саме розмір сформованого капіталу в цілому та за окремими видами, середньозважена вартість капіталу та вартість формування за окремим джерелом, питома вага окремих видів капіталу та ін.;

- фінансові показники діяльності підприємства ритейлу, а саме: виручка від реалізації товарів, необоротні та оборотні активи, фінансова стійкість, прибуток до оподаткування, чистий прибуток, фінансові витрати тощо.

Методологія системи оцінювання та оптимізації структури капіталу містить:

1. Систему управління оціночною / оптимізаційною діяльністю (процедурами), яка визначає напрями та цілі оцінки, функції управління.

2. Організаційну структуру, яка визначає підрозділи та посади, що здійснюють оцінку та формування оптимальної структури капіталу, їх завдання та зв'язки з іншими підрозділами та посадами.

3. Методику оцінки та формування оптимальної структури капіталу, яка відображатиме методи та систему показників оцінки / оптимізації, процедури і технологію оцінки / оптимізації.

4. Систему інформаційного забезпечення та автоматизації процедур оцінки та оптимізації структури капіталу, яка складається з джерел і засобів збору даних, баз даних, програмного забезпечення для виконання розрахунків і формування звітів.

Методи оцінки групуються в технологію оцінки, що дає змогу здійснювати оцінювання та формування оптимальної структури капіталу підприємства ритейлу систематизовано, в певній послідовності. Отже методи реалізуються за допомоги процедур оцінки, що виконуються за певною технологією, яка поділяється на:

- технологію роботи з інформацією, при якій використовується в якості

технічних засобів обчислювальна техніка і відповідне програмне забезпечення (MatLab, Microsoft Excel);

- технологію організації діяльності учасників процесу оцінки / оптимізації, яка формалізується в організаційних документах.

Перспективними питаннями до вирішення залишають проблеми спрощення процедури формування оптимальної структури капіталу, а відповідно й самого процесу організації оптимізації структури капіталу на підприємстві ритейлу, а також можливість їх автоматизації та уникнення суб'єктивного чинника.

У теорії та практиці фінансового менеджменту існує цілий клас задач, які мають важливе значення для успішного управління підприємством, але є неохопленими теорією оперативного фінансового планування. Серед таких задач, що відносяться до галузі стратегічного фінансового планування, для нас найбільший інтерес становить саме задача визначення оптимальної структури капіталу підприємства, тобто визначення співвідношення власних і позикових коштів. Вона являє собою одну з найактуальніших проблем теорії й практики фінансового менеджменту. Сьогодні існує необхідність розробки технології оптимізації структури капіталу на рівні підприємств торгівлі, яка визначалася би простотою та доступністю у визначенні оптимальної фінансової структури капіталу.

У наш час задачі оптимізації виникають у різних сферах діяльності. У тому числі в економіці вони з'являються під час практичної реалізації принципу оптимальності в плануванні та управлінні, необхідною умовою використання якого є гнучкість і альтернативність господарських ситуацій, в умовах яких і приймаються планово-управлінські рішення. Це викликає необхідність широкого застосування теорії оптимізації в управлінні господарчими процесами на підприємстві. Іншими словами, економічна інтерпретація теорії оптимізації міститься в її застосуванні при розв'язанні так званих задач "раціонального ведення господарства" [155]. Існування таких задач пов'язано з тим, що будь-яка економічна діяльність характеризується

обмеженістю ресурсів, що передбачає вибір того чи іншого варіанту їх використання для досягнення визначених цілей.

Відповідно до визначення, наведеного в "Енциклопедії бізнесмена, економіста, менеджера", оптимізація являє собою "процес надання чомусь найвигідніших рішень, характеристик, параметрів, співвідношень" із можливих. [65, с. 429]. Взагалі, категорія "оптимізація" може бути застосована в двох якісно різних контекстах [111]. Перший з них визначає оптимізацію як становлення оптимальних якостей і рух системи до оптимуму, тобто передбачає реалізацію перехідного процесу до оптимального стану. В іншому контексті, оптимізація є процесом знаходження оптимального управлінського рішення, що передбачає дослідження якостей оптимального стану в статичному аспекті, аналіз їх зміни через вплив зовнішнього середовища та опис характеристик перехідних процесів.

Дійсно, сутність принципу оптимізації полягає в обранні такого рішення, яке найкращим чином враховувало би внутрішні можливості та зовнішні умови господарської діяльності підприємства ритейлу. Під цим розуміється обрання деякого економічного показника, що дозволяє порівнювати ефективність тих чи інших рішень, тобто обрання деякого критерію оптимальності.

У цілому, у сучасній науці про прийняття рішень під критеріями оптимальності (оцінки альтернатив) розуміються показники їх привабливості (або непривабливості) для учасників процесу вибору [156]. Урахування внутрішніх можливостей і зовнішніх умов господарської діяльності передбачає накладення цілої низки умов на вибір конкретного рішення. Іншими словами, вибір здійснюється з деякої області можливих рішень (з деякої чисельності альтернативних можливостей вибору), яка ще має назву області розв'язання задачі. До того ж, усі можливі альтернативи повинні бути упорядковані за допомогою певної шкали уподобань, яка і є змістовою основою критерію оптимізації.

Отже, задача оптимізації може бути сформульована як визначення таких значень деяких змінних величин, які задовольняють ряду обмежень, за яких

досягається максимум або мінімум певної функції. Таким чином, визначені в задачі конкуруючі цілі об'єднуються в так звану цільову функцію, максимальне або мінімальне значення якої необхідно знайти, а обмеження, які відображають нестачу ресурсів, визначають допустиму чисельність інструментальних величин, що задовольняють усім вимогам. Звідси, реалізація принципу оптимальності передбачає рішення екстремальної задачі, яка має наступний вигляд [155; 157; 158]:

$$f(x) \rightarrow \min(\max), \quad x \in X,$$

де $f(x)$ – цільова функція – математичний запис критерію оптимальності;

x – допустиме рішення задачі;

X – область розв'язання задачі – допустима чисельність.

До ситуацій, які виникають у повсякденній практиці підприємств відноситься також оптимізація фінансової структури капіталу.

В економічній літературі існує загальне твердження, згідно якому оптимальною вважається така структура капіталу, що мінімізує загальні капітальні витрати, тобто мінімізує його вартість [54]. Треншов Н. під оптимальною пропонує розуміти структуру капіталу, яка оптимізує потрібний критерій [98]. Більш повно до розгляду цієї проблеми підійшов І. Бланк, який вважає, що процес оптимізації передбачає визначення цільової структури капіталу, під якою розуміється таке співвідношення власних і позикових коштів підприємства, яке дозволяє в повній мірі забезпечити досягнення обраного критерію її оптимізації [35]. Таким чином, показник цільової структури капіталу підприємства відображає фінансову ідеологію його власників і менеджерів і входить до системи стратегічних цільових нормативів його розвитку.

Визначення оптимальної структури капіталу та оцінка її ефекту є нелегкою задачею. Вибір прийняттого для конкретного підприємства ритейлу джерела фінансування повинен відбуватися паралельно з оцінкою впливу

прийнятого рішення щодо фінансування з урахуванням цілої низки факторів, що дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу, забезпечуючи умови найефективнішого його використання [159].

Процес оптимізації структури капіталу, на нашу думку, повинен здійснюватися за допомогою використання такого методу ситуаційного аналізу та прогнозування як імітаційне моделювання. Цей метод заснований на моделях, призначених для вивчення функціональних і жорстко детермінованих зв'язків, коли кожному значенню факторної ознаки відповідає певне не випадкове значення результативної ознаки [100; 160]. У режимі імітації в модель вводяться прогнозні значення факторів у різних комбінаціях, у результаті чого розраховується очікуване значення результативної ознаки. Таким чином, імітаційна модель перетворюється на модель прийняття рішення, за допомогою якого можливо знайти оптимальну структуру капіталу підприємства ритейлу. За результатами імітації обирається один варіант дії; при цьому, значення факторів, що використовувалися в процесі моделювання, будуть служити прогнозними орієнтирами в наступних діях.

З урахуванням викладеного вище та використанням за вихідну базу методичних підходів до оцінки структури капіталу, які були запропоновані в другому розділі, нами розроблена технологія оптимізації фінансової структури капіталу підприємства в межах його певного обсягу у вигляді наступного алгоритму, що відображає послідовність дій, якої необхідно дотримуватися (рис. 3.2): аналіз капіталу та джерел його формування в попередньому періоді; оцінка структури капіталу з позицій фінансової стійкості; оцінка структури капіталу з позицій вартості капіталу; оцінка структури капіталу з позицій ефективності його використання; формування цільової структури капіталу. Ця методика оптимізації фінансової структури капіталу за визначеними критеріями дозволяє управляти процесом формування капіталу підприємств роздрібною торгівлі з урахуванням впливу всіх важливих джерел його формування.

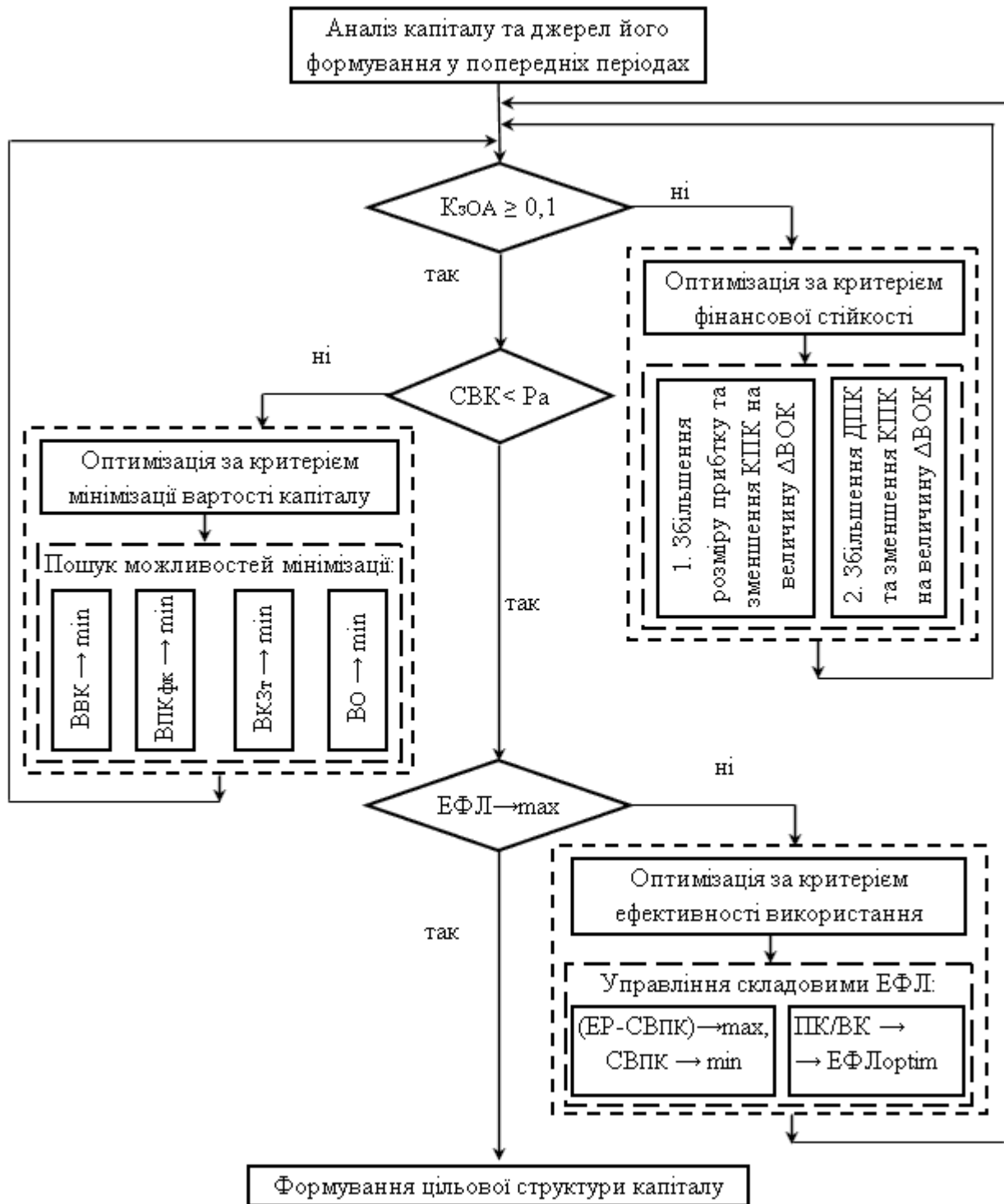


Рис. 3.2. Алгоритм оптимізації фінансової структури капіталу підприємства ритейлу,

де P_a – економічна рентабельність активів підприємства, %; КПК – сума короткострокового позикового капіталу підприємства; ДПК – сума довгострокового позикового капіталу підприємства.

3.2. Удосконалення методичного інструментарію оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу

Дослідження ефективності використання капіталу на підприємстві ритейлу, а також задачі оптимізації джерел його формування, викликають необхідність досконалого вивчення процесу його формування, який відображається в динаміці складу джерел коштів цього підприємства.

Аналіз капіталу підприємства ритейлу проводиться з метою виявлення основних тенденцій його динаміки, складу та динаміки його основних джерел, і впливу на ефективність їх залучення та використання.

Необхідність проведення такого дослідження пояснюється ще й тим, що в процесі торговельно-економічної діяльності будь-якого підприємства відбуваються певні зміни в розмірі й структурі його капіталу. Найзагальніше уявлення про них і їхню динаміку можливо отримати за допомогою проведення структурного (вертикального) фінансового аналізу капіталу підприємства ритейлу, що засновується на визначенні питомої ваги власного та позикового капіталу; складу наявного власного капіталу; складу наявного позикового капіталу за видами; а також складу позикового капіталу за строковістю повернення зобов'язань.

Для отримання більш достовірних і повних результатів рекомендується всі відповідні розрахунки здійснювати на основі використання даних не менше як за два попередні періоди.

За результатами аналізу, виходячи зі стратегічних цілей розвитку підприємства, визначається, чи є існуючий обсяг капіталу достатнім для конкретного підприємства. Якщо відповідь позитивна, оптимізація співвідношення всіх джерел капіталу здійснюється в межах даного обсягу. У випадку, якщо існуючий обсяг капіталу є недостатнім, необхідно з'ясувати, чи має підприємство можливості для його розширення та за рахунок яких джерел воно повинно відбуватися.

При оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу необхідно

виходити з того, що оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення його основних джерел, яке: по-перше, забезпечує необхідний рівень фінансової стійкості; по-друге, мінімізує середньозважену вартість його капіталу; по-третє, забезпечує необхідний рівень ефективності використання капіталу.

Як відзначалося, у практичній діяльності підприємств часто зустрічаються задачі, які містяться в пошуку оптимального рішення за наявністю різних, незведених один до одного, критеріїв оптимальності. Деякі окремі критерії можуть суперечити один одному, інші діють в одному напрямку, треті індивідуальні. Тому процес рішення багатокритеріальних задач неминуче пов'язаний з експертними оцінками як самих критеріїв, так і відносин між ними. Вирішення задач багатокритеріальної оптимізації може відбуватися за допомогою наступних методів [158]: упорядкування заданої чисельності критеріїв і послідовна оптимізація за кожним із них; оптимізація критерію, який визнаний найбільш важливим (інші критерії при цьому відіграють роль додаткових обмежень); зведення багатьох критеріїв до одного введенням експертних вагових коефіцієнтів для кожного з критеріїв таким чином, що найважливіший критерій отримує більш високу вагу.

В економічній літературі в більшості випадків пропонують вирішувати задачу оптимізації структури капіталу першим методом [30; 36; 38; 39; 41; 52]. Вважаємо за необхідне поєднати перший і другий способи вирішення багатокритеріальних задач. Вихідним положенням при цьому є наступне:

Фінансова стійкість → Середньозважена вартість капіталу → Ефективність використання капіталу.

Як бачимо, першочерговим визнаний критерій фінансової стійкості, оскільки вона є однією з найважливіших характеристик фінансового стану підприємства ритейлу, завдяки якій фінансова структура капіталу визначає стан інших важливих характеристик його фінансово-господарської діяльності

(платоспроможності, кредитоспроможності, рентабельності, ліквідності). Отже, оптимізуючи структуру капіталу підприємства ритейлу, у свою чергу, здійснюємо вплив на його фінансову стійкість. Інші критерії оптимізації при цьому відіграють роль додаткових обмежень.

Оцінку структури капіталу за критерієм фінансової стійкості пропонується здійснювати шляхом порівнянням фактичних значень коефіцієнта забезпеченості оборотних активів підприємства ритейлу власним капіталом із "нормальним" значенням, за мінімальний рівень якого, прийнято значення 0,1. У випадку, коли частка власного оборотного капіталу в оборотних активах відповідає "нормальному" значенню (тобто з позиції фінансової стійкості фінансова структура капіталу є оптимальною) необхідно перейти до оцінки структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості.

Якщо же фактичне значення є меншим за "нормальне", підприємству потрібно забезпечити норму власного оборотного капіталу за рахунок відповідної зміни власного та позикового капіталів. Це можна зробити через підвищення розміру власного капіталу, або через залучення довгострокового позикового капіталу одночасно із зменшенням на відповідну величину короткострокового позикового капіталу. При цьому необхідно враховувати, що залучення додаткового капіталу підприємства за рахунок власних і позикових джерел має свої економічні обмеження на кожному етапі розвитку підприємства.

Як відомо, основним і постійним джерелом підвищення власного оборотного капіталу торговельних підприємств є прибуток [163]. Використання цього джерела обходиться відносно дешево порівняно із залученням довгострокового позикового капіталу. Але збільшення власного капіталу за рахунок прибутку підприємства ритейлу обмежено загальним його розміром, що залежить від багатьох факторів, таких, як організаційно-технічний рівень управління господарською діяльністю, обсяг товарообігу підприємства, рівень торговельних націнок на реалізовані товари, склад і рівень витрат обігу, пропорції розподілу чистого прибутку за окремими напрямками їх

використання, кон'юнктура ринку тощо.

Залучення додаткового довгострокового банківського кредиту для забезпечення нормативу власного оборотного капіталу, як правило, може здійснюватися за умови підвищення відсоткової ставки за кредит, що пов'язано зі зростанням фінансового ризику для кредиторів підприємства ритейлу.

Зменшення же розміру короткострокового позикового капіталу обмежується загальним розміром капіталу підприємства та повинно відбуватися в поєднанні із підвищенням стійких джерел фінансування.

Якщо результати розрахунків за першим критерієм оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу є задовільними (тобто в процесі оптимізації було досягнуто "нормальне" значення коефіцієнта забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом), потрібно перейти до наступного етапу – оцінки структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості.

Процес оптимізації за цим критерієм передбачає розрахунок вартості залучення та використання основних джерел капіталу (власного капіталу, фінансових кредитів, кредиторської заборгованості товарного характеру та оренди) і визначення величини середньозваженої вартості капіталу в попередніх періодах. Відповідні розрахунки здійснюються за допомогою використання формул (2.10), (2.11), (2.16), (2.17). Розрахунок супроводжується аналізом факторів, що вплинули на формування величини середньозваженої вартості капіталу та її динаміку.

Виходячи з того, що розрахунок вартості капіталу дозволяє обрати кращий варіант його залучення, оцінка структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості повинна здійснюватися шляхом порівняння показника середньозваженої вартості капіталу з показником фактичної або "необхідної" (тобто тієї, що вимагається) рентабельності активів.

Про ефективність політики залучення та використання підприємствами ритейлу капіталу свідчить перевищення доходності активів над витратами на його залучення та використання. Виконання цієї умови означає, що з позиції

критерію вартості структуру капіталу, що існує на підприємстві, можна вважати оптимальною. Тому наступним кроком є проведення оцінки структури капіталу за критерієм ефективності його використання.

Невиконання цієї умови потребує пошуку можливостей зниження середньозваженої вартості капіталу та розрахунку відповідного співвідношення його основних джерел.

Мінімізація середньозваженої вартості капіталу підприємства ритейлу може відбуватися за напрямками, відображеними в табл. 3.1 [94; 100].

Таблиця 3.1 – Напрямки мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємств ритейлу

Елемент вартості капіталу	Напрямки мінімізації
Вартість власного капіталу	Розробка ефективної політики формування та розподілу прибутку, у тому числі: розробка ефективної податкової політики; розробка ефективної дивідендної політики (застосування консервативного підходу); розробка ефективної амортизаційної політики
Вартість фінансових кредитів	Виявлення пропозицій на фінансовому ринку, які мінімізують вартість залучення кредитів як за відсотковою ставкою, так і за іншими умовами залучення, використання та обслуговування (при незмінності суми залучення та строків використання); використання фінансової або оперативної оренди основних засобів замість залучення довгострокового кредиту для їх придбання
Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру	Зменшення питомої ваги кредиторської заборгованості товарного характеру та, відповідно, збільшення частки короткострокового банківського кредиту (за умови обрання цінової знижки)
Вартість оперативної оренди основних засобів	Виявлення пропозицій у процесі використання оперативної оренди, які мінімізували би її вартість для підприємства ритейлу

Перш ніж приймати рішення про мінімізацію вартості капіталу, необхідно провести відповідні розрахунки з метою визначення можливості та обґрунтування доцільності мінімізації вартості залучення та використання певних джерел капіталу. Крім того, при вирішенні задачі мінімізації середньозваженої вартості капіталу необхідно враховувати цілу низку факторів, що впливають на цей показник, таких, як середня відсоткова ставка, що склалася на фінансовому ринку; доступність для підприємства ритейлу різних джерел фінансування; галузеві особливості операційної діяльності господарського суб'єкта; рівень ризику операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, що здійснюється підприємством торгівлі та деякі інші [94].

Оптимізація фінансової структури капіталу з позиції мінімізації його вартості передбачає перевірку так званого "зворотного зв'язку" отриманих результатів оптимізації за цим критерієм із критерієм фінансової стійкості.

При отриманні позитивних результатів розрахунку за першими двома критеріями потрібно перейти до третього, останнього, критерію оптимізації структури капіталу.

Оцінка структури капіталу підприємства ритейлу за критерієм ефективності його використання передбачає розрахунок ефекту фінансового левериджу в попередніх періодах (за формулами (2.14)–(2.17)) і визначення впливу окремих факторів (рентабельності активів, середньозваженої вартості позикового капіталу, частки позикового капіталу та частки власного капіталу) на цей ефект за допомогою способу ланцюгових підстановок (див. рис. 2.5).

При вирішенні задачі оптимізації структури капіталу за цим критерієм, потрібно звернути головну увагу на управління такими складовими ефекту фінансового левериджу, як диференціал і коефіцієнт.

Податковий коректор показує, у якому ступені проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподатковування. Через те, що ставка податку на прибуток установлюється законодавством, тому податковий коректор фінансового левериджу не залежить від діяльності підприємства та не

підлягає впливу в процесі управління ефектом.

Взагалі, у процесі управління фінансовим левереджем може бути використаний диференційований податковий коректор у випадках [32]:

за умови встановлення диференційованих ставок оподаткування по різних видах діяльності підприємства;

за умови використання підприємством пільг із податку на прибуток по окремих видах діяльності;

за умови здійснення окремими дочірніми фірмами корпорації діяльності у вільних економічних зонах своєї країни з пільговим режимом оподаткування прибутку, у вільних економічних зонах закордонних країн тощо.

Оскільки ефект фінансового левериджу з'являється у випадку, коли рентабельність активів (фактична або та, що потребується) перевищує середньозважену вартість позикового капіталу, диференціал є головною умовою, що формує його позитивний ефект [32; 94]. Управління цим компонентом передбачає пошук можливостей, по-перше, підвищення економічної рентабельності активів, і, по-друге, мінімізації середньозваженої вартості позикового капіталу.

У зв'язку з високою динамічністю цього показника він вимагає постійного моніторингу в процесі управління фінансовим важелем із метою формування оптимальної структури капіталу. Динамізм диференціала обумовлений низкою факторів:

1) у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (падіння обсягу пропозиції позикового капіталу) вартість залучення позикових коштів може різко зрости, перевищивши рівень прибутку, що генерується активами підприємства;

2) зниження фінансової стійкості в процесі інтенсивного залучення позикового капіталу приводить до збільшення ризику банкрутства підприємства, що спонукує кредиторів підвищувати процентні ставки за кредит з урахуванням у них премії за додатковий фінансовий ризик. Внаслідок цього диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля (або до

негативного значення), що призведе до спрямування частини прибутку, що генерується власним капіталом, на обслуговування боргу за високими процентними ставками. Тобто рентабельність власного капіталу зменшиться;

3) у період погіршення ситуації на товарному ринку та скорочення обсягу продажів зменшується величина прибутку. Це спричиняє появу негативного значення диференціала навіть при стабільних процентних ставках за рахунок зниження рентабельності активів.

Таким чином, негативна величина диференціала визначає зниження рентабельності власного капіталу, що робить його використання неефективним.

Коефіцієнт фінансового левериджу є по суті мультиплікатором, що лише посилює позитивний або негативний ефект, отриманий за рахунок відповідного значення його диференціалу. І є, таким чином, при незмінному диференціалі, головним генератором як зростання ефективності використання капіталу, так і зростання фінансового ризику. Аналогічно при незмінній величині коефіцієнта позитивне або негативне значення диференціала генерує як збільшення суми й рівня прибутку на власний капітал, так і фінансовий ризик його втрати.

При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта заборгованості буде викликати ще більше збільшення рентабельності власного капіталу. При негативному значенні диференціала приріст даного коефіцієнта буде приводити до ще більшого падіння прибутковості власного капіталу. Звідси логічно випливає, що завданням підприємства ритейлу є максимізація диференціалу та регулювання значення коефіцієнта залежно від зміни розміру диференціалу.

При цьому необхідно пам'ятати, що підприємство не повинно повністю вичерпувати свою позикову здатність. Завжди повинен залишатися резерв так званої "позикової сили" для того, щоб при необхідності покрити нестачу коштів кредитом без загрози перетворення диференціалу фінансового левериджу на від'ємне значення. Так, наприклад, досвід фінансових менеджерів у США стверджує, що частка позикового капіталу в сукупному капіталі не повинна перевищувати 40% [56]. На думку багатьох західних економістів "золота

середина" становить 30 – 50%, тобто ефект фінансового левериджу повинен дорівнювати $1/3-1/2$ рівня рентабельності активів [32]. Тоді даний ефект компенсує податкові платежі та забезпечує бажану віддачу власним коштам.

Тому, з урахуванням викладених вище аргументів, метою оптимізації структури капіталу за цим критерієм є забезпечення саме оптимального значення ефекту фінансового левериджу.

Оптимізація структури капіталу за критерієм ефективності його використання вимагає перевірки, із відповідним коригуванням, отриманих результатів на відповідність двом критеріям – фінансової стійкості та мінімізації вартості капіталу.

Якщо результати розрахунків за всіма трьома критеріями відповідають один одному та задовольняють вимогам, необхідно перейти до останньої стадії оптимізації структури капіталу торговельного підприємства.

На останній стадії формується цільова структура капіталу підприємства торгівлі з урахуванням отриманих результатів оптимізації за розглянутими критеріями, особливостей складових капіталу та факторів, що впливають на них. Виконання цього етапу потребує ґрунтовну розробку конкретних заходів, що дозволять сформувати необхідну структуру капіталу підприємства.

Таким чином, запропонований алгоритм дозволяє визначити таку структуру джерел коштів, яка відповідає цілям підприємства ритейлу відносно допустимого рівня фінансової стійкості, середньозваженої вартості капіталу та ефективності його використання, тобто, іншими словами, сприяє зростанню ринкової вартості підприємства.

3.3. Імплементация науково-методичного підходу щодо оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу

Використовуючи як вихідну технологічну схему оптимізації структури капіталу, запропоновану у попередній главі, здійснимо оптимізацію фінансової структури капіталу підприємства роздрібно́ї торгівлі ТОВ "Олимп".

Дослідження структури капіталу та джерел його формування в ТОВ "Олимп" показало, що протягом 2016–2018 рр. формування капіталу здійснювалося переважно за рахунок власних джерел, питома вага яких зросла за досліджуваний період з 65,59 до 71,14%. Частка позикового капіталу, відповідно, зменшилася на 4,55%.

Оскільки ТОВ "Олимп" використовує операційну оренду основних фондів, значний інтерес становить аналіз структури капіталу з урахуванням цього складового. Так, урахування в розрахунках вартості основних фондів, орендованих на засадах операційної оренди, збільшило питому вагу позикового капіталу в сукупному капіталі досліджуваного підприємства майже вдвічі. У позиковому капіталі підприємства їх питома вага становила понад 61 %.

Табл. 3.2 показує, що підвищення питомої ваги власного капіталу в сукупному капіталі відбулося за рахунок зростання частки статутного капіталу на 3,44% та частки нерозподіленого прибутку на 4,07 %. Найбільшу питому вагу в складі власного капіталу мав нерозподілений прибуток.

Позиковий капітал досліджуваного підприємства без урахування орендованих основних засобів, як і більшості підприємств галузі, є сформований, в основному, за рахунок короткострокових позикових коштів. Найбільшу питому вагу серед яких протягом 2016–2017 рр. мала саме короткострокова заборгованість товарного характеру, частка якої зменшилася як у загальній сумі капіталу, так і в складі позикового капіталу. Аналогічну тенденцію мала динаміка питомої ваги поточних зобов'язань за розрахунками.

Частка короткострокових кредитів, навпаки, зросла як у загальній сумі капіталу, так і в позиковому капіталі, перевищивши на кінець досліджуваного

періоду частку заборгованості товарного характеру. Довгостроковий позиковий капітал з'явився лише у 2018 р. і становив у позиковому капіталі лише 1,53 %. Зростання в позиковому капіталі ТОВ "Олимп" частки банківського кредитування одночасно зі зменшенням кредиторської заборгованості є позитивним фактором.

Таблиця 3.2 – Структура основних джерел капіталу ТОВ "Олимп" у 2016-2018 рр.

Показники	Питома вага джерел					
	у сукупному капіталі, %			у джерелах, %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Власний капітал, у т.ч.:	38,89	41,34	46,40	100,0 0	100,0 0	100,0 0
статутний капітал	0,86	0,75	4,30	2,22	1,82	9,26
нерозподілений прибуток	38,03	40,59	42,10	97,78	98,18	90,74
Позиковий капітал, у т.ч.:	61,11	58,66	53,60	100,0	100,0	100,0
довгостроковий позиковий капітал	-	-	0,82	-	-	1,53
вартість орендованих основних засобів	41,60	35,48	34,77	68,08	60,49	64,87
короткострокові кредити банків	3,35	6,96	7,15	5,48	11,87	13,35
кредиторська заборгованість за товари	9,68	9,44	7,03	15,84	16,08	13,12
поточні зобов'язання за розрахунками	6,48	6,78	3,83	10,60	11,56	7,13
Капітал	100,0 0	100,0 0	100,0 0	-	-	-

Аналіз позикового капіталу підприємства роздрібної торгівлі також вимагає визначення, яка його частина була сформована підприємствами за рахунок зовнішніх джерел, а яка частина – за рахунок внутрішніх джерел. Отже, потрібно виділити зовнішній позиковий і внутрішній позиковий капітал [30; 80].

До зовнішнього позикового капіталу відносяться кредити й зобов'язання, що були отримані підприємством в інших організаціях, тобто, такі складові, як довгострокові кредити банків та інші довгострокові зобов'язання підприємства, поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями, короткострокові кредити банків, векселі видані, кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги й поточні зобов'язання за розрахунками з одержаних авансів.

До внутрішнього позикового капіталу належать власні кошти підприємства, призначені для виплати іншим організаціям та особам (більша їх частина являють собою "стійки" пасиви); а саме – забезпечення виплат персоналу та інші забезпечення, поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом, позабюджетних платежів, страхування, оплати праці, учасниками, внутрішніх розрахунків і інші поточні зобов'язання підприємства ритейлу.

Із табл. 3.3 видно, що більша частина позикового капіталу досліджуваного підприємства була сформована за рахунок зовнішніх джерел: довгострокового позикового капіталу, вартості орендованих основних засобів, короткострокових кредитів банків, кредиторської заборгованості за товари та поточних зобов'язань за розрахунками з одержаних авансів.

Таблиця 3.3 – Питома вага видів позикового капіталу ТОВ "Олимп" за джерелами залучення у 2016-2018 рр.

Показники	Питома вага позикового капіталу					
	у сукупному капіталі, %			у позиковому капіталі, %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Позиковий капітал, у т.ч.:	61,11	58,66	53,60	100,00	100,00	100,00
зовнішній позиковий капітал	57,49	55,28	51,12	94,07	94,23	95,39
внутрішній позиковий капітал	3,62	3,38	2,48	5,93	5,77	4,61

З урахуванням викладеного вище, можна сказати, що ТОВ "Олимп"

залучає та використовує всі основні джерела капіталу. Відповідь на питання щодо оптимальності структури капіталу можливо надати шляхом проведення відповідних розрахунків за обраними критеріями оптимізації.

Розрахунок значення коефіцієнту забезпеченості оборотних активів ТОВ "Олимп" власним оборотним капіталом у 2016–2018 рр. наданий в табл. 3.4.

Таблиця 3.4 – Забезпеченість оборотних активів ТОВ "Олимп" власним оборотним капіталом

Показники	2016	2017	2018	Відхилення, %		
				2017/ 2016	2018/ 2017	2018/ 2016
Оборотні активи, тис. грн.	254,00	283,40	227,90	11,6	-19,6	-10,3
Короткостроковий позиковий капітал, тис. грн.	153,80	203,55	153,30	32,3	-24,7	-0,3
Власний оборотний капітал, тис. грн.	100,20	79,85	74,60	-20,3	-6,6	-25,5
Коефіцієнт забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом	0,394	0,282	0,327	-	-	-

Протягом усього періоду дослідження значення коефіцієнта забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом перевищувало нормативне. Тобто, за рахунок власного капіталу підприємства ритейлу фінансування оборотних активів, необхідних для господарської діяльності, здійснювалося в повному обсязі. А це свідчить про досить стійке фінансове становище та задовільну структуру капіталу цього підприємства.

Таким чином, з позиції фінансової стійкості не існує необхідності в оптимізації, оскільки існуючу структуру капіталу можна вважати оптимальною.

Відповідно до запропонованої технології оптимізації наступним кроком є оцінка вартості капіталу ТОВ "Олимп", що передбачає проведення розрахунків вартості залучення та використання його основних складових і визначення середньозваженої вартості капіталу.

Вартість власного капіталу ТОВ "Олимп" за досліджуваний період зменшилася на 3,13 % і становила у 2018 р. 8,29 %.

Це відбулося внаслідок того, що у 2017 р. підприємство не отримало чистий прибуток (мало збитки в розмірі 0,3 тис. грн.), через що були відсутні виплати власникам підприємства за використання власного капіталу (табл. 3.5).

Таблиця 3.5 – Розрахунок середньозваженої вартості капіталу ТОВ "Олимп" за 2016-2018 рр.

№	Показники	2016	2017	2018
1	2	3	4	5
1	Сума капіталу з урахуванням оренди, тис. грн.	788,4	878,2	851,42
2	Структура капіталу, %:			
2.1	власний капітал	38,89	41,34	46,40
2.2	фінансові кредити	3,35	6,96	7,97
2.3	кредиторська заборгованість товарного характеру	9,68	9,44	7,03
2.4	інша поточна заборгованість	6,48	6,78	3,83
2.5	вартість орендованих основних засобів	41,60	35,48	34,77
3	Чистий прибуток для виплати власникам власного капіталу, тис. грн.	35,00	0,00	32,75
4	Власний капітал, тис. грн.	306,60	363,05	395,10
5	Вартість власного капіталу, % (р.3/р.4)*100	11,42	0,00	8,29
6	Вартість фінансових кредитів, %	43,21	46,93	35,64
7	Податковий коректор (1-0,3)	0,70	0,70	0,70
8	Вартість фінансових кредитів з урахуванням податкового коректора, % (р.6*р.7)	30,25	32,85	24,95
9	Цінова знижка за умови здійснення платежу готівкою за придбані товари	0,03	0,03	0,03
10	Тривалість періоду відстрочки платежу за розрахунками, дні	10,2	12,5	14,4
11	Вартість залучення кредиторської заборгованості товарного характеру, % (р.9*360)*100/р.10	105,88	86,40	75,00

Продовження табл. 3.5.

1	2	3	4	5
12	Кредиторська заборгованість товарного характеру, тис. грн.	76,30	82,85	59,85
13	Індекс споживчих цін (індекс інфляції)	1,192	1,258	1,061
14	Непрямий дохід від використання кредиторської заборгованості товарного характеру, тис. грн. (p.12-p.12/p.13)	12,29	16,99	3,44
15	Непряма рентабельність від використання кредиторської заборгованості товарного характеру, % (p.14/p.12)*100	16,11	20,51	5,75
16	Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням непрямого доходу, % (p.11-p.15)	89,77	65,89	69,25
17	Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням податкового коректора, %	62,84	46,12	48,48
18	Вартість іншої поточної заборгованості, %	0,00	0,00	0,00
19	Середня ставка відсотку за орендою, %	12,00	12,00	12,00
20	Ставка відсотку за орендою з урахуванням коректора, %	8,40	8,40	8,40
21	Розрахунок складових вартості капіталу:			
21.1	власного капіталу (p.2.1*p.5)/100	4,44	0,00	3,85
21.2	фінансових кредитів (p.2.2*p.8)/100	1,01	2,29	1,99
21.3	кредиторської заборгованості товарного характеру (p.2.3*p.17)/100	6,08	4,35	3,41
21.4	іншої поточної заборгованості (p.2.4*p.18)/100	0,00	0,00	0,00
21.5	оренди (p.2.5*p.20)/100	3,49	2,98	2,92
22	Середньозважена вартість капіталу, % (p.21.1+p.21.2+p.21.3+p.21.4+p.21.5)	15,03	9,62	12,16
23	Прибуток до оподаткування, тис. грн.	151,00	14,70	99,30
24	Рентабельність активів, % (p.23/p.1)*100	19,15	1,67	11,66

У 2018 р. підприємство отримало чистий прибуток, який пішов на виплату власникам, але розмір цих виплат був меншим порівняно з 2016 р., що вплинуло на вартість власного капіталу в бік зменшення її значення.

Вартість фінансових кредитів також зменшилася за період на 5,3% і становила в 2018 р. 24,95% (з урахуванням податкового коректора). Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру в 2017 р. порівняно з 2016 р. зменшилася на 16,72%, але в 2018 р. зросла на 2,36% та склала 48,48%. Це джерело позикового капіталу є для досліджуваного підприємства найдорожчим (див. рис. 3.4). Відповідно, найдешевшим видом позикового капіталу є операційна оренда основних засобів, вартість якої протягом усього періоду дослідження становила 8,4%.

Зазначені вище тенденції в динаміці вартості складових капіталу підприємства сприяли зменшенню його середньозваженої вартості. Так, величина цього показника в 2018 р. порівняно з 2016 р. зменшилася на 2,87% і становила 12,16%. У тому числі, у 2017 р. порівняно з 2016 р. відбулося її зменшення на 5,41%. З одного боку, це зниження можна вважати позитивним явищем, оскільки використання капіталу для підприємства на кінець періоду дослідження обходилося дешевше, ніж на початок періоду. Але таке зниження вартості відбулося, перш за все, за рахунок зменшення витрат, пов'язаних із залученням і використанням власного капіталу, пов'язаних, у свою чергу, із впливом зменшення розміру чистого прибутку. Тут слід погодитися з думкою вітчизняних дослідників відносно того, що висновки щодо оптимальності структури капіталу підприємства шляхом порівняння його вартості в динаміці є некоректними, оскільки умови господарювання та залучення капіталу суттєво відрізняються в різні періоди часу [41].

Дійсно, порівняння показника середньозваженої вартості капіталу з рентабельністю використання активів підтверджує факт неефективної політики використання капіталу досліджуваного підприємства. Так, якщо у 2016 р. дохід від капіталу, що використовувався ТОВ "Олимп", перевищив його вартість на 4,12%, то значне зменшення розміру прибутку до оподаткування у 2017 р.

говорить вже про неефективне залучення та використання окремих його видів. У 2018 р. дохідність активів становила 11,66%, що нижче за величину вартості капіталу на 0,5 , але це свідчить про покращення становища порівняно з минулим роком. У цілому, існуюча тенденція перевищення вартості капіталу над рентабельністю є несприятливою для підприємства, що повинно викликати незадоволеність і стурбованість керівництва.

Оскільки значний інтерес становить використання операційної оренди основних засобів, потрібно проаналізувати для ТОВ "Олимп" ефективність залучення цього виду позикового капіталу. Для чого пропонується порівняти два варіанти дій підприємства ритейлу для забезпечення своєї потреби в основних засобах:

а) укладання договору операційної оренди основних засобів (що цілком відповідає вихідним даним 2018 р.);

б) отримання довгострокового кредиту для придбання основних засобів у власність.

Для моделювання другої ситуації було використано значення основних показників 2018 р. Обчислення та порівняння вартості варіантів залучення позикового капіталу дозволило визначити більш дешевший варіант забезпечення потреб підприємства в основних засобах (табл. 3.6).

Отже, у випадку забезпечення потреби ТОВ "Олимп" в основних засобах за рахунок довгострокового кредиту за вартістю 24,95% середньозважена вартість капіталу становила би майже 18%. Таким чином, рішення про операційну оренду для підприємства ритейлу дійсно є ефективним і більш привабливим, тому що мінімізує вартість сукупного капіталу.

Оскільки розрахунок середньозваженої вартості капіталу виявив неефективність його використання підприємством у 2017–2018 рр., можна говорити про необхідність оптимізації його структури за критерієм мінімізації вартості шляхом пошуку можливостей зниження середньозваженої вартості капіталу та розрахунку відповідного співвідношення основних джерел капіталу.

**Таблиця 3.6 – Порівняльна характеристика способів фінансування
основних засобів ТОВ "Олимп" за допомогою розрахунку
середньозваженої вартості капіталу**

Показники	Ситуація 1	Ситуація 2
Сума капіталу з урахуванням оренди, тис. грн.	851,42	851,42
Структура капіталу, %:		
власний капітал	46,40	46,40
фінансові кредити	7,97	42,74
кредиторська заборгованість товарного характеру	7,03	7,03
інша поточна заборгованість	3,83	3,83
вартість орендованих основних засобів	34,77	-
Вартість власного капіталу, %	8,29	8,29
Вартість фінансових кредитів з урахуванням коректора, %	24,95	24,95
Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням коректора, %	48,48	48,48
Вартість іншої поточної заборгованості, %	0,00	0,00
Середня ставка відсотку за орендою з урахуванням коректора, %	8,40	-
Розрахунок складових вартості капіталу:		
власного капіталу	3,85	3,85
фінансових кредитів	1,99	10,66
кредиторської заборгованості товарного характеру	3,41	3,41
іншої поточної заборгованості	0,00	0,00
оренди	2,92	-
Середньозважена вартість капіталу, %	12,16	17,92

Проведений аналіз вартості окремих джерел капіталу ТОВ "Олимп" свідчить про можливість мінімізації середньозваженої вартості капіталу за рахунок зменшення питомої ваги короткострокової кредиторської заборгованості товарного характеру і, натомість, збільшення частки короткострокових банківських кредитів. Тобто, підприємство відмовляється від

більш дорогого джерела формування капіталу на користь більш дешевого.

Оптимізація капіталу підприємства була здійснена на основі використання даних 2018 р. і передбачала такі вихідні дані: 1) зменшення розміру кредиторської заборгованості товарного характеру на 25% при збільшенні на відповідну величину фінансових кредитів; 2) середній відсоток за короткостроковим банківським кредитом – 24%. Таким чином, проводиться перерахунок величини кредиторської заборгованості та фінансових кредитів, їхньої частки в сукупному капіталі та вартості залучення й використання. Потім ці дані використовуються при розрахунку середньозваженої вартості капіталу (з урахуванням впливу податкового коректора).

Як це видно з табл. 3.7, результати оптимізації структури капіталу за критерієм його вартості є задовільними. Відбулося зниження питомої ваги кредиторської заборгованості з 7,03 до 5,27% і збільшення питомої ваги фінансових кредитів з 7,97 до 9,73%. До того ж загальна вартість фінансових кредитів зменшилася за рахунок залучення більш дешевого виду на 1,47%. Отже, залучення та використання джерел капіталу за таким обсягом, пропорціями та вартістю є ефективним, про що свідчить перевищення рентабельності активів над витратами. Це, за незмінної вартості кредиторської заборгованості товарного характеру, мінімізувало середньозважену вартість капіталу на 0,55% порівняно з фактичними даними.

Отримані результати оптимізації фінансової структури капіталу з позиції мінімізації його вартості були перевірені на відповідність за першим критерієм.

У процесі оптимізації розмір короткострокового позикового капіталу ТОВ "Олимп" залишився незмінним, тому за тієї ж самої величини оборотних активів було отримано значення коефіцієнта забезпеченості, що дорівнює фактичному значенню 2018 р. – 0,327. Таким чином, отримане співвідношення джерел капіталу відповідає оптимальності за двома критеріями.

Останнім критерієм оптимізації фінансової структури капіталу підприємства ритейлу, який необхідно розглянути, є управління ефектом фінансового левериджу.

Таблиця 3.7 – Результати оптимізації структури капіталу ТОВ "Олимп" за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості

Показники	Оптим. розрах.
Сума капіталу з урахуванням оренди, тис. грн.	851,42
Структура капіталу, %:	
власний капітал	46,40
фінансові кредити	9,73
кредиторська заборгованість товарного характеру	5,27
інша поточна заборгованість	3,83
вартість орендованих основних засобів	34,77
Вартість власного капіталу, %	8,29
Вартість фінансових кредитів, %	33,54
Вартість фінансових кредитів з урахуванням податкового коректора, %	23,48
Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням непрямого доходу, %	69,25
Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру з урахуванням податкового коректора, %	48,48
Вартість іншої поточної заборгованості, %	0,00
Середня ставка відсотку за орендою з урахуванням коректора, %	8,40
Розрахунок складових вартості капіталу:	
власного капіталу	3,85
фінансових кредитів	2,28
кредиторської заборгованості товарного характеру	2,56
іншої поточної заборгованості	0,00
оренди	2,92
Середньозважена вартість капіталу, %	11,61
Рентабельність активів, %	11,66

Розрахунок цього показника за даними ТОВ "Олимп" показує наявність

тенденції до зниження економічної рентабельності активів, яке в цілому за досліджуваний період становило 13,07% (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Ефективність використання капіталу ТОВ "Олимп" у 2016-2018 рр.

Показники	2016	2017	2018	Відхилення		
				2017 від 2016р	2018 від 2017	2018 від 2016
Економічна рентабельність активів, %	37,43	19,29	24,36	-18,13	5,07	-13,07
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	24,80	23,44	22,18	-1,36	-1,25	-2,62
Диференціал фінансового левериджу, %	12,63	-4,15	2,18	-16,77	6,32	-10,45
Питома вага позикового капіталу у капіталі, %	61,11	58,66	53,60	-2,45	-5,06	-7,52
Питома вага власного капіталу у капіталі, %	38,89	41,34	46,40	2,45	5,06	7,52
Плече фінансового левериджу, %	1,57	1,42	1,15	-0,15	-0,26	-0,42
Податковий коректор (1-0,18)	0,82	0,82	0,82	-	-	-
Ефект фінансового левериджу, %	16,25	-4,83	2,05	-21,08	6,88	-14,2

Середньозважена вартість позикового капіталу підприємства також зменшилася за період на 2,62%. Але зменшення цього показника відбувалося менш швидкими темпами порівняно зі зниженням економічної рентабельності активів.

У 2016 р. економічна рентабельність активів перевищувала вартість позикового капіталу на 12,63%, що при плечі в 1,57 забезпечило ефект фінансового левериджу в розмірі 16,25%. Але вже у 2017 р. через скорочення

прибутку до оподаткування диференціал мав від'ємне значення, що призвело до появи негативного ефекту фінансового левериджу. Зниження значення диференціалу та плеча вплинуло на зменшення ефекту фінансового левериджу у 2018 р. порівняно з 2016 р. більше, ніж на 14%.

Результати розрахунку умовних результативних показників для виявлення впливу факторів на зміну ефекту фінансового левериджу (Додаток Б) відображені в табл. 3.9.

Таблиця 3.9 – Розрахунок впливу факторів на відхилення значення ефекту фінансового левериджу ТОВ "Олимп"

Фактор	Розмір впливу, % (2017/2016)	Розмір впливу, % (2018/2017)	Розмір впливу, % (2018/2016)
Питома вага позикового капіталу	-0,56	0,36	-1,71
Питома вага власного капіталу	-0,79	0,41	-1,97
Економічна рентабельність активів	-18,01	4,10	-10,56
Середньозважена вартість позикового капіталу	1,35	1,01	2,12
Усього	-18,01	5,88	-12,13

У більшій мірі на зменшення ефекту фінансового левериджу ТОВ "Олимп" вплинула економічна рентабельність активів, а саме її зменшення внаслідок скорочення обсягу реалізації товарів, і, відповідно, й розміру прибутку до оподаткування підприємства ритейлу. У цих умовах від'ємна величина диференціалу фінансового левериджу сформувалася за рахунок зниження рівня економічної рентабельності активів і незначного зниження величини середньозваженої вартості позикового капіталу.

Як відомо, диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу, який проявляється тільки в

тому випадку, якщо рівень економічної рентабельності активів перевищує середньозважену вартість позикового капіталу. Тому у зв'язку з високою динамічністю цього показника він потребує постійного моніторингу в процесі управління ефектом фінансового левериджу.

Отже, для отримання позитивного значення ефекту фінансового левериджу, керівництву підприємства необхідно спрямувати посилену увагу на заходи щодо забезпечення необхідного обсягу реалізації товарів, достатнього розміру прибутку до оподаткування та рівня економічної рентабельності активів.

Через те, що оцінка структури капіталу за попереднім критерієм виявила необхідність її оптимізації, оцінка за критерієм ефективності використання капіталу передбачає перевірку отриманих раніше розрахунків за критерієм вартості на оптимальність за цим критерієм.

Результати розрахунку ефекту фінансового левериджу для отриманої оптимальної структури наведені в табл. 3.10. Як бачимо, ефект фінансового левериджу від використання структури капіталу, що була нами оптимізована за критерієм мінімізації вартості, перевищує фактичний ефект на 0,44%. Нижче значення економічної рентабельності та середньозваженої вартості позикового капіталу пояснюються, відповідно, менш високим розміром фінансових витрат від використання кредиторської заборгованості та залученням додаткового короткострокового кредиту.

Отже, структуру капіталу, що визначена за критерієм вартості, можна вважати оптимальною, оскільки вона не лише мінімізує середньозважену вартість капіталу, а й забезпечує підвищення ефективності його використання.

Запропонована методика передбачає оптимізацію за трьома критеріями. У даному випадку оптимізація структури капіталу ТОВ "Олимп" за критерієм ефективності його використання є можливою та доцільною за допомогою мінімізації середньозваженої вартості позикового капіталу, а саме – через зменшення питомої ваги короткострокової кредиторської заборгованості товарного характеру. Це дозволило би збільшити ефект фінансового левериджу,

тим самим підвищивши ефективність використання капіталу.

Таблиця 3.10 – Порівняння ефективності використання капіталу ТОВ "Олимп" для фактичної структури капіталу та структури капіталу, оптимізованої за критерієм вартості

Показники	Фактично	Оптим. розрахунок	Відхилення оптим. розрахунку від фактичного
Економічна рентабельність активів, %	24,36	23,34	-1,02
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	22,18	20,69	-1,49
Диференціал фінансового левериджу, %	2,18	2,65	0,47
Питома вага позикового капіталу у капіталі, %	53,60	53,60	0,00
Питома вага власного капіталу в капіталі, %	46,40	46,40	0,00
Плече фінансового левериджу, %	1,15	1,15	0,00
Податковий коректор (1-0,18)	0,82	0,82	-
Ефект фінансового левериджу, %	2,06	2,49	0,44

Оптимізація капіталу підприємства за цим критерієм також була здійснена на основі використання даних 2018 р. з урахуванням наступних вихідних даних: зменшення розміру кредиторської заборгованості товарного характеру на 30% при збільшенні на відповідну величину фінансових кредитів; середній відсоток за короткостроковим банківським кредитом – 24%.

Результати оптимізації структури капіталу ТОВ "Олимп" за критерієм ефективності його використання наведені в табл. 3.11.

Ефект фінансового левериджу, що розрахований за структурою капіталу, оптимізованою за третім критерієм, перевищує фактичний ефект 2018 р. на 0,56%. Він також є вищим за ефект фінансового левериджу за структурою капіталу, оптимізованою за критерієм мінімізації вартості, на 0,1%.

Таблиця 3.11 – Результати оптимізації структури капіталу ТОВ "Олимп" за критерієм ефективності його використання

№ з/п	Показники	Оптим. розрахунок
1	Прибуток до оподаткування, тис. грн.	99,30
2	Фінансові витрати по фінансовим кредитах, тис. грн.	28,51
3	Фінансові витрати по кредиторській заборгованості товарного характеру, тис. грн.	31,43
4	Непрямий дохід від кредиторської заборгованості товарного характеру, тис. грн.	2,41
5	Орендна плата, тис. грн.	35,52
6	Нетто-результат від експлуатації інвестицій, тис. грн. (р.1+р.2+р.3+р.4+р.5)	197,17
7	Сума активів, тис. грн.	851,42
8	Економічна рентабельність активів, % (р.6/р.7*100)	23,16
9	Вартість фінансових кредитів, %	33,21
10	Питома вага фінансових кредитів, %	18,82
11	Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру, %	69,25
12	Питома вага кредиторської заборгованості товарного характеру, %	9,18
13	Вартість орендованих основних засобів, %	12,00
14	Питома вага орендованих основних засобів, %	64,87
15	Середньозважена вартість позикового капіталу, % (р.9*р.10+р.11*р.12+р.13*р.14)/100	20,39
16	Диференціал фінансового левириджу, % (р.8-р.9)	2,77
17	Питома вага позикового капіталу в капіталі, %	53,60
18	Питома вага власного капіталу в капіталі, %	46,40
19	Плече фінансового левириджу, % (р.17/р.18)	1,15
20	Податковий коректор (1-0,18)	0,82
21	Ефект фінансового левириджу, % (р.16*р.19)*р.20	2,61

Зменшення значення середньозваженої вартості позикового капіталу

порівняно з фактичним на 1,79% позитивно вплинуло на ефект фінансового левериджу в бік його підвищення на 1,45% (табл. 3.12). А нижче значення економічної рентабельності сприяло зменшенню значення ефекту фінансового левериджу на 0,97%. Все це свідчить про більш ефективне використання капіталу за умови обрання визначеного співвідношення джерел.

Таблиця 3.12 – Вплив факторів на відхилення ефекту фінансового левериджу за оптимізованою та фактичною структурою капіталу ТОВ "Олимп"

Фактор	Розмір впливу, %
Питома вага позикового капіталу	0,00
Питома вага власного капіталу	0,00
Економічна рентабельність активів	-0,97
Середньозважена вартість позикового капіталу	1,45
Усього	0,48

Отримані результати оптимізації структури капіталу ТОВ "Олимп" за критерієм ефективності його використання були перевірені на відповідність критеріям фінансової стійкості та мінімізації вартості капіталу, що підтвердило оптимальність визначеного співвідношення джерел капіталу за відповідними критеріями (табл. 3.13).

Таким чином, з урахуванням оцінки структури капіталу та її оптимізації за сукупністю обраних критеріїв для ТОВ "Олимп" структура капіталу в межах визначеного його обсягу оптимізується за наявності в сукупному капіталі: 46,40% власного капіталу; 10,08% позикового капіталу у вигляді фінансових кредитів; 4,92% позикового капіталу у вигляді кредиторської заборгованості товарного характеру; 3,82% позикового капіталу у вигляді кредиторської заборгованості за розрахунками; 34,77% позикового капіталу, залученому у вигляді оперативної оренди основних засобів.

Таблиця 3.13 – Порівняльний аналіз основних показників за результатами оптимізації структури капіталу ТОВ "Олимп"

Показники	2018	Оптим. розрахунок	Відхилення
Структура капіталу, %:			
власний капітал	46,40	46,40	0,00
фінансові кредити	7,97	10,08	2,11
Кредиторська заборгованість товарного характеру	7,03	4,92	-2,11
інша поточна заборгованість	3,83	3,83	0,00
вартість орендованих основних засобів	34,77	34,77	0,00
<i>Критерій фінансової стійкості</i>			
<i>Коефіцієнт забезпеченості оборотних активів власним оборотним капіталом</i>	0,327	0,327	0,00
<i>Критерій мінімізації вартості капіталу</i>			
Вартість власного капіталу, %	8,29	8,29	0,00
Вартість фінансових кредитів, %	24,95	23,24	-1,71
Вартість кредиторської заборгованості товарного характеру, %	48,48	48,48	0,00
Вартість оренди, %	8,40	8,40	0,00
<i>Середньозважена вартість капіталу, %</i>	12,16	11,50	-0,66
Рентабельність активів, %	11,66	11,66	0,00
Ефективність залучення та використання, %	-0,50	0,16	0,66
<i>Критерій ефективності використання капіталу</i>			
Економічна рентабельність активів, %	24,36	23,16	-1,20
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	22,18	20,39	-1,79
Диференціал фінансового левєриджу, %	2,18	2,77	0,59
Плече фінансового левєриджу, %	1,15	1,15	0,00
<i>Ефект фінансового левєриджу (з урахуванням коректора), %</i>	2,05	2,61	0,56

Таке співвідношення дозволило підприємству роздрібної торгівлі

удосконалити структуру капіталу, не знижуючи фінансову стійкість, шляхом: 1) мінімізації середньозваженої вартості капіталу на 0,66%; 2) підвищення ефективності використання позикового капіталу на 0,56%.

У цілому, для оптимізації фінансової структури капіталу в межах визначеного його обсягу підприємству необхідно здійснити:

1) розробку комплексних заходів, спрямованих на мінімізацію вартості окремих видів позикового капіталу (таких, як залучення короткострокових банківських кредитів замість кредиторської заборгованості товарного характеру);

2) розробку заходів, спрямованих на підвищення ефективності господарської діяльності за рахунок зростання обсягів реалізації, зменшення витрат обігу, збільшення прибутків (а, відповідно, і рентабельності використання капіталу) шляхом оптимізації ресурсного потенціалу, диверсифікації торговельної діяльності підприємства тощо.

У дослідженні запропоновано один із можливих способів оптимізації структури капіталу підприємства торгівлі з урахуванням сучасних умов. Виходячи з конкретних умов функціонування та можливостей залучення капіталу підприємство може самостійно здійснювати розрахунки за наведеною технологією, що дозволить забезпечити прийнятну структуру капіталу, а багатоваріантні розрахунки дозволять зробити обґрунтований вибір на користь оптимального варіанту з альтернативних.

Розроблена технологія визначення оптимальної фінансової структури капіталу за кількома критеріями (з урахуванням зворотного зв'язку між ними) дозволяє підприємствам роздрібної торгівлі самостійно обґрунтовувати доцільність залучення капіталу з різних джерел; проводити комплексну оцінку оптимальності структури капіталу; визначити певне цільове співвідношення власних і позикових джерел капіталу в межах його певного обсягу з позицій забезпечення фінансової стійкості, мінімізації витрат на залучення та використання всіх основних видів капіталу, підвищення ефективності його використання; приймати ефективні управлінські рішення щодо формування цільової структури капіталу з метою досягнення стратегічних і тактичних цілей розвитку підприємства.

ВИСНОВКИ

Доведено, що поняття "фінансові ресурси" та "капітал" мають одну й ту саму природу – грошові кошти. Але під фінансовими ресурсами слід розуміти сукупність усіх грошових коштів і надходжень, що має підприємство в певний період (або на дату), і які спрямовуються на здійснення грошових розрахунків і відрахувань, необхідних для його виробничого та соціального розвитку. А поняття "капітал" є найбільш прийнятним як об'єкт для отримання прибутку. Тобто, під капіталом слід розуміти матеріальні, грошові та нематеріальні ресурси, які авансовано у формування активів підприємства, необхідних для здійснення господарської діяльності, з метою отримання доходу та прибутку.

Відзначено, що класифікація капіталу є важливою умовою здійснення ефективного процесу його управління. Узагальнення та систематизація існуючих угруповань капіталу дозволило виділити два найзагальніших напрямки його класифікації, які дали можливість упорядкувати процес формування капіталу з метою забезпечення оптимізації його структури. Це угруповання капіталу за джерелами та формами залучення. Основними з цих ознак класифікації з позиції управління капіталом є розподіл капіталу за правом власності, групами джерел залучення, організаційно-правовими формами залучення, періодом залучення, формами авансування у активи та здатністю до отримання доходу.

Управління капіталом підприємств ритейлу являє собою систему принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із визначенням оптимальних параметрів його обсягу та структури, а також із його залученням із можливих джерел у різних формах для здійснення ефективної господарської діяльності. Одним із функціональних напрямів управління капіталом є управління його формуванням, головною метою якого є задоволення потреби підприємства в придбанні необхідних активів і оптимізація джерел капіталу з позицій забезпечення умов його ефективного використання.

З'ясовано, що з формуванням капіталу підприємства пов'язане поняття його фінансової структури, тобто співвідношення власних і позикових його джерел, що використовуються підприємством у господарській діяльності. Це досить складний чинник, який знаходиться у взаємозалежності з багатьма показниками та характеристиками господарської діяльності. Тому задача оптимізації структури капіталу є однією з найважливіших і складних задач, що вирішуються в процесі фінансового управління кожного підприємства.

Дослідження підходів до оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу виявило можливість формування кінцевого варіанту фінансової структури капіталу за кількома критеріями. Але незважаючи на існування різних підходів до оптимізації структури капіталу підприємства, не існує чітко визначеної послідовності здійснення цього процесу. Важливим є не тільки застосування того чи іншого критерію, але й обґрунтування послідовності використання підходів до оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу. Процес оцінки та оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу повинен включати наступні підходи в такій послідовності: оптимізація структури капіталу за критерієм фінансової стійкості; оптимізація за критерієм мінімізації вартості капіталу; оптимізація за критерієм ефективності використання капіталу.

Доведено, що під час оптимізації структури капіталу підприємства ритейлу здійснюється вплив на його фінансову стійкість. Усебічна оцінка фінансової стійкості здійснюється порівнянням фактичних значень коефіцієнта з нормальним, за мінімальний рівень якого прийнято значення 0,1. Відхилення в той чи інший бік від цього значення характеризує міру фінансової стійкості підприємства ритейлу, що і є показником оцінки ефективності управління фінансовою структурою капіталу.

З'ясовано, що залучення капіталу для фінансування господарської діяльності пов'язано для підприємства з відповідними витратами. Задачею управління є зменшення рівня цих витрат одночасно з підвищенням рентабельності використання капіталу. Загальна сума коштів, яку необхідно

сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, називається вартістю капіталу - середньозважена ціна (виражена у відсотках), яку підприємство сплатило за використання певного обсягу фінансових ресурсів, що були задіяні при формуванні капіталу. Оскільки розрахунок вартості капіталу дозволяє обрати кращий варіант його залучення, оцінка структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості має відбуватися шляхом порівняння показника середньозваженої вартості капіталу з показником фактичної ("необхідної") рентабельності активів.

Управління структурою капіталу підприємства ритейлу та обґрунтування максимального обсягу залучення позикового капіталу для фінансування господарської діяльності відбувається шляхом визначення впливу структури капіталу на кінцеві результати діяльності та інтереси власників підприємства, що передбачає управління ефектом фінансового левериджу. Доведено, що управління формуванням капіталу підприємства ритейлу за цим критерієм має відбуватися шляхом визначення відокремленого впливу факторів (економічної рентабельності активів, середньозваженої вартості позикового капіталу, частки позикового капіталу та частки власного капіталу) на результативний показник (ефект фінансового левериджу).

З урахуванням підходу до оптимізації процесу оцінювання та формування структури капіталу підприємств розроблено організаційну модель забезпечення процесів оцінки та формування структури капіталу підприємств ритейлу, що надає інформацію менеджменту конкретного підприємства щодо можливостей її реалізації з метою підвищення оперативності прийняття рішень щодо управління формуванням капіталу.

Виявлені за результатами дослідження основні підходи до оцінки структури капіталу дозволили визначити основні напрямки оптимізації структури капіталу підприємств ритейлу в сучасних умовах з урахуванням впливу всіх джерел капіталу. Розроблено організаційно-методичне забезпечення оптимізації фінансової структури капіталу підприємства ритейлу в межах його певного обсягу у вигляді певного алгоритму, що відображає

послідовність дій, якої необхідно дотримуватися. Вирішення задачі оптимізації запропоновано здійснювати шляхом оптимізації критерію, що визнаний найбільш важливим. Інші критерії при цьому виконують роль додаткових обмежень. Виходячи з більшої значущості для підприємств ритейлу, першочерговим обраний критерій фінансової стійкості. За умови позитивних результатів розрахунків за першим критерієм оптимізації необхідно перейти до оцінки структури капіталу за критерієм мінімізації його середньозваженої вартості. Оптимізація структури капіталу з позиції мінімізації його вартості передбачає перевірку зворотного зв'язку отриманих результатів оптимізації за цим критерієм із критерієм фінансової стійкості. При отриманні позитивного результату потрібно перейти до критерію ефективності використання капіталу. Оптимізація за цим критерієм вимагає перевірки, з відповідним коригуванням, отриманих результатів на відповідність двом критеріям. Наприкінці формується цільова структура капіталу підприємства ритейлу з урахуванням отриманих результатів оптимізації за розглянутими критеріями, особливостей складових капіталу та факторів, що впливають на них.

Запропоноване організаційно-методичне забезпечення оптимізації структури капіталу дозволяє: обґрунтовувати доцільність залучення капіталу з різних джерел; формувати цільову структуру капіталу, яка відповідає цілям підприємств ритейлу відносно допустимого рівня фінансової стійкості, середньозваженої вартості капіталу та ефективності його використання; приймати ефективні управлінські рішення щодо формування структури капіталу, що сприятиме підвищенню ефективності діяльності підприємств в цілому.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Экономика предприятия / под ред. В. Я. Горфинкеля, В. А. Швандара. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. 718 с.
2. Торговое дело: экономика, маркетинг, организация / под общ. ред. проф. Л. А. Брагина и проф. Т. П. Данько. М.: ИНФРА-М, 2001. 560 с.
3. Тунин Г. А. Предпринимательство и финансы. М.: ПРИОР, 2002. 80 с.
4. Финансовое планирование и контроль / под ред. М. А. Поукока и А. Х. Тейлора. М.: ИНФРА-М, 1996. 480 с.
5. Суторміна В.М., Федоров В.М., Рєзанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій. К.: Либідь, 1993. 247 с.
6. Финансовый менеджмент / Г. Б. Поляк и др.; под ред. проф. Г. Б. Поляка. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. 518 с.
7. Торговое дело: экономика и организация / под общ. ред. проф. Брагина Л.А. и проф. Т. П. Данько. М.: ИНФРА-М, 1997. 256 с.
8. Финансовое положение предприятия (оценка, анализ, планирование) / А.В. Чупис и др. Сумы: Издательство «Университетская книга», 1998. 331 с.
9. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. М.: Финансы и статистика, 2000. 528 с.
10. Павлова Л.Н. Финансы предприятий. М.: Финансы, И.О. ЮНИТИ, 1998. 640 с.
11. Финансы / под ред. проф. М. В. Романовского, проф. О. В. Врублевской, проф. Б. М. Сабанти. М.: Перспектива: Юрайт, 2000. 520 с.
12. Финансы предприятий / под ред. М. В. Романовского. СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2000. 528 с.
13. Финансы предприятий / Н. В. Колчина и др.; под ред. проф. Н. В. Колчиной. М.: ЮНИТИ, 2000. 413 с.
14. Близнюк О. П., Брезинська А. П., Іванюта О. М. Управління фінансовими ресурсами підприємств роздрібної торгівлі. Харків: Видавець Іванченко І.С., 2016. 253 с.

15. Лапуста М. Г., Скамай Л. Т. Финансы фирмы. М.: ИНФРА-М, 2002. 264 с.
16. Волков О. И., Скляренко В. К. Экономика предприятия. М. : ИНФРА-М, 2018. 264 с.
17. Экономика предприятия / под ред. проф. Н. А. Сафронова. М.: Юристъ, 2000. 584 с.
18. Ross S. Fundamentals of Corporate Finance: Standard Edition / Stephen A. Ross, Bradford Jordan, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan; McGraw Hill Create, 2010. 708 p.
19. Воробьев Ю. Н. Финансовый капитал предприятия: теория, практика, управление. Симферополь: Таврия, 2002. 364 с.
20. Смит А. Исследования о природе и причинах богатства народов. М.: Соцекгиз, 1962. 684 с.
21. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. В 3 т. М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. Т.1.: Кн. II. Процесс производства капитала. 794 с.
22. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / гл. ред. А. М. Румянцев. М.: Советская энциклопедия, 1975. Т.2. 560 с.
23. Бастиа Ф. Экономические гармонии: Т. III. Капитал. URL : www.financial-analysis.ru
24. Fisher I. The Nature of Capital and Income. L., 1977. 278 p.
25. Кейнс Д. М. Общая теория занятости, процента и денег. URL : www.geocities.com
26. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. М.: Прогресс, 1993. 488 с.
27. Макконнел К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. К.: Хагар-Демос, 1993. 785 с .
28. Экономикс / под ред. д-ра экон. наук проф. А. С. Булатова. М.: Юрист, 2002. 896 с.
29. Раицкий К. А. Экономика предприятия. М.: Информационно-внедренческий центр «Маркетинг», 2000. 696 с.

30. Бланк И. А. Управление торговым предприятием. М.: Ассоциация авторов и издателей. ТАНДЕМ. Издательство ЭКМОС, 1998. 416 с.
31. Оценка бизнеса / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 1998. 512 с.
32. Бочаров В. В., Леонтьев В. Е. Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2004. 592 с.
33. Парамонов А. В. Учет и анализ предпринимательского капитала. Аудит и финансовый анализ. 2001. №1.
34. Бланк И. А. Финансовый менеджмент. К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. 656 с.
35. Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: Ника-Центр, 2008. 656 с.
36. Холт Р. Н. Основы финансового менеджмента: пер. с англ. М.: Дело, 1993. 128 с.
37. Аоки М. Фирма в японской экономике: пер. с англ. СПб.: Лениздат, 1995. 431 с.
38. Брігхем Є. Ф. Основи фінансового менеджменту. К. : Центр навчальної літератури, 2008. 560 с.
39. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. М.: Финансы и статистика, 1996. 799 с.
40. Levy M., Weits B. A. Retailing management. Chicago ets.: Irwin, 1995. 616 p.
41. Мазаракі А. А., Лігоненко Л. О., Ушакова Н. М. Економіка торговельного підприємства / під ред. проф. Н. М. Ушакової. К.: Хрещатик, 1999. 800 с.
42. Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1997. 512 с.
43. Герчикова И. Н. Финансовый менеджмент. М.: АО «Консалтбанкир», 1996. 204 с.
44. Финансы / под ред. проф. Л. А. Дробозиной. М.: ЮНИТИ, 2000. 527 с.

45. Грузинов В. П. Экономика предприятия. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. 535 с.
46. Хрипач В. Я., Суша Г. З., Оноприенко Г. К. Экономика предприятия. Под ред. В.Я. Хрипача. Мн.: Экономпресс, 2000. 464 с.
47. Стандарты бухгалтерского учета в Украине. Все о бухгалтерском учете. 2012. № 88. С. 7-62.
48. Вівчар О. Й., Саварин В. М. Власний капітал як фінансове джерело функціонування підприємства. Науковий вісник України. 2009. Вип. 19.5. С. 146-150. URL : http://nvunfu.esy.es/Archive/19_5/146_Wiwczar_19_5.pdf.
49. Цал-Цалко Ю. С. Статистичний аналіз фінансової звітності: теорія, практика та інтерпретація. Житомир: Житомирський державний технологічний університет, 2004. 506 с.
50. Цаль-Цалко Ю. С. Фінансовий аналіз : підручник / Ю. С. Цаль-Цалко, Ю. Ю. Мороз, Л. А. Суліменко. Вид. 5-е, допов. Житомир: Рута, 2012. 609 с
51. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: пер. с англ. М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. 464 с.
52. Дамари Р. Финансы и предпринимательство: Финансовые инструменты, используемые западными фирмами для роста и развития организации: пер. с англ. Ярославль: Периодика, 1993. 222 с.
53. Колб Р. В., Родригес Р. Дж. Финансовый менеджмент: пер. с англ. М.: Финпресс, 2001. 496 с.
54. Шим Дж. К., Сигел Дж. Г. Финансовый менеджмент: пер. с англ. М.: Филинь, 1996. 395 с.
55. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М: Олимп-Бизнес, 2008. 1280 с.
56. Финансовый менеджмент: теория и практика / под ред. Е. С. Стояновой. М.: Перспектива, 2000. 656 с.
57. Хелферт Э. Техника финансового анализа: пер. с англ. М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996. 663 с.
58. Финансы / В. М. Родионова и др.; под ред. В. М. Родионовой. М.:

Финансы и статистика, 1995. 432 с.

59. Карпенко О. О., Семиволос І. І. Організаційно-економічний механізм управління капіталом підприємства. Водний транспорт. 2013. Вип. 1. С. 71-75.

60. Финансы предприятий и отраслей народного хозяйства / под ред. проф. Д. С. Молякова. М.: Финансы и статистика, 1988. 400 с.

61. Финансы / под ред. проф. С. И. Лушина, проф. В. А. Слепова. М.: Изд-во Рос. экон. акад., 2000. 384 с.

62. Власова Н. О., Безгінова Л. І. Формування оптимальної структури капіталу в підприємствах роздрібної торгівлі: ХДУХТ, 2004. 239 с.

63. Бланк И. А. Управление активами и капиталом предприятия. К.: Ника-Центр, 2001. 485 с.

64. Хоминич И. П. Финансовая стратегия компаний: Научное издание. М.: Изд-во Рос. экон. акад., 1998. 156 с.

65. Енциклопедія бізнесмена, економіста і менеджера / за ред. Р. Дяківа. К.: Міжнародна економічна фундація, 2000. 703 с.

66. Экономика и организация деятельности торгового предприятия / под общ. ред. А. Н. Соломатина. М.: ИНФРА-М, 2000. 295 с.

67. Закон України „Про підприємництво”. Галицькі контракти. 1996. №42. С. 28-32.

68. Маркіна І. А., Вороніна В. Л. Управління прибутком торговельних підприємств. Полтава: Вид-во ПП «Астроя». 2018. 167 с.

69. Діяльність торговельних підприємств у конкурентному середовищі: контрольно-аналітичне забезпечення системи управління: монографія / Куцик П. О., Медвідь Л. Г., Шевчук В. О., Харинович-Яворська Д. О. Чернівці: Технодрук, 2015. 370 с.

70. Чорна М. В., Дядін А. С., Безгінова Л. І. Оцінка ефективності підприємницької діяльності в роздрібній торгівлі. Харків : ЛІДЕР, 2018. 218 с.

71. Энтов Р., Радыгин А. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций. М.: Институт экономических проблем переходного периода, 1998. 284 с.

72. Гуцал І. Р. Відсоткові ставки по кредитам. Фінанси України. 2012. №11. С. 100-106.
73. Капітула С.В., Коміч Н.Б. Оптимізація структури капіталу підприємства як спосіб управління його рентабельністю. URL : http://ev.nmu.org.ua/docs/2012/2/EV20122_093-096.pdf
74. Slawjuk Rostyslaw. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Lwow : NNWK "Akademia technologii i biznesu", 2012. 165 с.
75. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL : <http://www.ukrstat.gov.ua/>
76. KPMG: Kapitalkostenstudien 2015. URL : https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/11/-impairment-2015-copyright-29015_sec.pdf
77. Левченко В.В. Сучасні тенденції розвитку торговельної сфери. Інноваційні технології розвитку у сфері харчових виробництв, готельно-ресторанного бізнесу, економіки та підприємництва: наукові пошуки молоді : Всеукр. науково-практ. конф. здобувачів вищої освіти і молодих учених, 3 квітня 2019 р. : [тези у 2-х ч.] / редкол. : О. І. Черевко [та ін.]. Харків : ХДУХТ, 2019. Ч. 2. С. 222.
78. Экономика торгового предприятия / А. И. Гребнев и др.; рук. авт. кол. А. И. Гребнев. М.: Экономика, 1996. 238 с.
79. Бланк И. А. Торговый менеджмент. К.: Украинско-финский институт менеджмента и бизнеса, 1997. 408 с.
80. Абрютина М. С. Экономический анализ торговой деятельности. М.: Дело и Сервис, 2000. 512 с.
81. Лебедева С. Н., Казиначикова Н. А., Гаврилов А. В. Экономика торгового предприятия. Мн.: Новое знание, 2001. 240 с.
82. Про підприємства в Україні: Закон України. Галицькі контракти. – 1996. №42. С. 32-40.
83. Самуельсон П. Економіка. Львів: Світ, 1999. 493 с.
84. Цандер Р. Руководство малыми и средними предприятиями: пер. с нем. Обнинск: ГЦИПК, 1994. 174 с.

85. Основи економічної теорії / А. А. Чухно та ін.; за ред. А. А. Чухна. К.: Вища шк., 2002. 606 с.
86. Хорнби У., Гемми Б., Уолш С. Экономика для менеджеров: пер. с англ. М.: ЮНИТИ, 1999. 535 с.
87. Дворецкая А.Е. Организация управления финансами на предприятии. Менеджмент в России и за рубежом. 2002. №4. С. 96-103.
88. Антикризисный менеджмент / под ред. проф. Грязновой А. Г. М.: Ассоциация авторов и издателей «ТАНДЕМ». Издательство ЭКМОС, 1999. 368 с.
89. Уткин Э. А. Финансовый менеджмент. М.: Зерцало, 1998. 272 с.
90. Хисрик Р. Д., Джексон Р. В. Торговля и менеджмент продаж: пер. с англ. М.: Информационно-издательский дом „Филинь”, 1996. 368 с.
91. Ансофф И. Стратегический менеджмент. СПб.: Питер, 2011. 344 с.
92. Рындин А. Г., Шамаев Г. А. Организация финансового менеджмента на предприятии. М.: Русская Деловая Литература, 1997. 352 с.
93. Павлова Л. Н. Финансовый менеджмент. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. 269 с.
94. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. В 2 т. К.: Ника-Центр, 1999. Т.1. 592 с.
95. Нікбахт Е., Гропеллі А. Фінанси: Пер. з англ. К.: Основи, 1993. 383 с.
96. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. В 2 т. К.: Ника-Центр, 1999. Т.2. 512 с.
97. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: пер. с англ. М.: Дело, 1999. 272 с.
98. Тренев Н. Н. Управление финансами. М.: Финансы и статистика, 2003. 495 с.
99. Ehrhardt M. C., Daves Ph. R. Corporate valuation: the combined impact of growth and the tax shield of debt on the cost of capital and systematic risk. Journal of applied finance. Theory, practice, education. 2002. Vol. 12, № 2. P. 31-38.
100. Ковалев В. В. Основы теории финансового менеджмента. М. :

Перспект, 2015 . 533 с.

101. Roger G. Clarke, Brent D. Wilson, Robert H. Daines, Stephen D. Nadauld. Strategic financial management. Homewood, Illinois: Irwin, 1988. 241 p.

102. Блонська В. І., Хватамуха Т. М. Діагностика управління капіталом підприємства. Науковий вісник НЛТУ України. 2009. Вип. 19.11. С. 252-258.

103. Оценка рыночной стоимости недвижимости. М.: Дело, 1998. 384 с.

104. Фридман Д., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости: пер. с англ. М.: Дело, 1997. 461 с.

105. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний, оценка и управление: пер. с англ. М.: Серия «Мастерство», 1999. 576 с.

106. Алексеева М. М. Планирование деятельности фирмы. М.: Финансы и статистика, 2000. 248 с.

107. Власова Н. О., Сідун В. А. Управління пасивами підприємств торгівлі. Харків: ХДАТОХ, 2000. 152 с.

108. Абрютина М. С., Грачев А. В. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия. М.: Дело и Сервис, 2000. 256 с.

109. Шуляк П. Н. Финансы предприятия. М.: Издательский Дом «Дашков и Ко», 2009. 624 с.

110. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент. М.: Дело и Сервис, 1998. 304 с.

111. Унковская Т. Е. Финансовое равновесие предприятия. К.: Генеза, 1997. 328 с.

112. Уолш К. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. К.: Всеувите; Наукова думка, 2001. 367 с.

113. Сидорова Т. О. Фінансовий аналіз в умовах нових стандартів обліку в підприємствах торгівлі. Харків: 2002. 312 с.

114. Золотаренко В. О. Функціонально-структурна модель управління структурою капіталу підприємства. Управління розвитком. 2011. № 1 (98). С. 147-150.

115. Кравченко Л. И. Анализ хозяйственной деятельности в торговле. М. :

Новое знание, 2003. 525 с.

116. Методика проведення поглибленого аналізу фінансово-господарського стану неплатоспроможних підприємств та організацій. Бібліотека журналу „Вісник податкової служби України”. 1997. С. 3-22.

117. Савицкая Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия. Мн.: Экоперспектива, 1998. 498 с.

118. Фінансовий менеджмент: підручник; кер. кол. авт. і наук. Ред. проф. А. М. Поддєрьогін. Київ : КНЕУ, 2017.

119. Ульянченко О. В. Дослідження операцій в економіці / ХНАУ ім. В.В. Докучаєва. Харків: Гриф, 2002. 580 с.

120. Шеремет А. Д., Негашев Е. В. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций. М.: НИЦ Инфра-М, 2013. 208 с.

121. Лігоненко Л. О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методичні засади та практичний інструментарій. К.: 2000. 390 с.

122. Osler C., Hong G. Rapidly rising corporate debt: are firms now vulnerable to an economic slowdown? Current Issues in Economics and Finance. 2000. Vol. 6. № 7. P. 1-6.

123. Лугінін О. Є. Статистика. К. : Центр учбової літератури, 2007. 608 с.

124. Экономика предприятия / Л. Я. Аврашков и др.; Под ред. проф. В. Я. Горфинкеля, проф. В. А. Швандара. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. 742 с.

125. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? М.: Финансы и статистика, 1995. 384 с.

126. Тренев Н. Н. Стратегическое управление. М.: ПРИОР, 2000. 288 с.

127. Уткин Э.А. Финансовый менеджмент. М: Зерцало, 2001. 272 с.

128. Schall L. D., Haley C. W., Schachter B. Introduction to financial management. Toronto: Mc Graw-Hill Ryerson Limited, 1987. 726 p.

129. Фінансовий менеджмент / за ред. проф. Г. Г. Кірейцева. – Київ: ЦУЛ, 2002. – 356 с.

130. Ченг Ф. Л., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и

практика: пер. с англ. – : ИНФРА-М, 2000. – 6 с.

131. Савицька Г. В. Економічний аналіз діяльності підприємства. К. : Знання, 2007. 668 с.

132. Черненко Д. Современная парадигма в исследованиях структуры капитала. Економіка. № 8(185). 2016. С. 45-51.

133. Савчук В. П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент. К.: Максимум, 2005. 884 с.

134. Журавська І. Фінансові кредити та їх податковий облік. Вісник податкової служби України. 1999. № 22. С. 10-13.

135. Масюк Ю. В., Бровко Л. І. Особливості оптимізації управління капіталом в умовах кризи. Науковий вісник Ужгородського університету. 2011. Спецвипуск 33. Ч. 2. С. 181-185.

136. Фінансова статистика (з основами теорії статистики) / А. В. Головач, В. Б. Захожай, Н. А. Головач, Г. Ф. Шепітко. К.: МАУП, 2002. 224с.

137. Абчук В. А. Коммерция. СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2000. 475с.

138. Андруща Є. М., Підйомний О. М. Управління фінансовими ресурсами у процесі реструктуризації підприємств. Фінанси України. 2002. №7. С.30-38.

139. Лихачева О. Н. Финансовое планирование на предприятии. М.: ООО „ТК Велби”, 2003. 264 с.

140. King A. M. Total cash management: a company-wide system for forecasting managing, and improving cash flow. New-York etc.: McGraw-Hill, 2004. 352 p.

141. Кабатова Е. В. Лизинг: правовое регулирование, практика. М.: ИНФРА-М, 1996. – 304 с.

142. Zeff S. A., Dharan B. G. Readings and notes on financial accounting: issues and controversies. – New-York etc.: McGraw-Hill, 1994. 782 p.

143. Податковий кодекс України. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

144. Ходаківська В. П., Беляєв В. В. Ринок фінансових послуг: теорія і

практика. Київ: ЦУЛ, 2002. 616 с.

145. Маркетинг: принципи і функції / За ред. О. М. Азарян. Харків: Студцентр, 2002. 320 с.

146. Руководство по кредитному менеджменту: пер. с англ. / под ред. Б. Эдвардса. М.: ИНФРА-М, 1996. 464 с.

147. Осипова Л. В., Синяева И. М. Основы коммерческой деятельности. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. 623 с.

148. Основы предпринимательской деятельности (Экономическая теория. Маркетинг. Финансовый менеджмент) / под. ред. В. М. Власовой. М.: Финансы и статистика, 1997. 528 с.

149. Облік та оподаткування орендних операцій. URL : <http://www.visnuk.com.ua/ua/pubs/id/1295>

150. Моляков Д. С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства. М.: Финансы и статистика, 1999. 200 с.

151. Булгакова Л. Н. Управление финансово-хозяйственной деятельностью предприятия. М.: Перспектива, 2002. 175 с.

152. Овсийчук М. Ф., Сидельникова Л. Б. Финансовый менеджмент. М.: Издательский Дом “Дашков и Ко”, 2000. 152 с.

153. Дядюк М. А. Экономическая оценка и определение приемлемого уровня операционно-финансового риска в предприятиях розничной торговли: дис. ... канд. экон. наук: 08.07.05. Харьков, 2002. 232 с.

154. Myers S.C. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. №2. P.81-102.

155. Коробов М.Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств. К.: Знання, КОО, 2002. 294с.

156. Любушин Н. П., Лещева В. Б., Дьякова В. Г. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. 471 с.

157. Интрилигатор М. Математические методы оптимизации и экономическая теория. М.: Прогресс, 1975. 606 с.

158. Методи і системи прийняття фінансових рішень / О. С. Олексюк та

ін. Тернопіль: ДП ТВПК „Збруч”, 2001. 360 с.

159. Ашманов С. А., Тимохов А. В. Теория оптимизации в задачах и упражнениях. М.: Наука, 1991. 448 с.

160. Экономико-математические методы и прикладные модели / В. В. Федосеев и др.; под ред. В. В. Федосеева. М.: ЮНИТИ, 2002. 391 с.

161. Яремко І.Й. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій: монографія. Л.: Каменярь, 2009. 176 с.

162. Лігоненко Л. О., Кустова Н. П., Ключенок Л. В. Сучасні інформаційні технології економічних досліджень. К.: КНТЕУ, 2001. 103 с.

163. Финансовый менеджмент / Н. Ф. Самсонов и др.; под ред. проф. Н. Ф. Самсонова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 2001. 495 с.

164. Питерс, Т. В поисках эффективного управления (опыт лучших компаний) / Г. Минцберг, Б. Альстрэнд, Дж. Лэмпел. М.: Прогресс, 2006. 212с.

165. Коллис Дэвид Дж., Монтгомери Синтия А. Корпоративная стратегия. Ресурсный подход ; пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 400 с.

166. Грант Р. Современный стратегический анализ. СПб.: Питер, 2008. 560 с.

167. Фінансовий менеджмент / за ред. В. М. Бороноса. Суми. Вид-во СумДУ. 2012. 539с.

168. Шелудько В.М. Фінансовий менеджмент. К.: Знання, К.2013. 375 с.

168. Almeida H, Philippon T. The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress. URL: [http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2005/heitor % 20almeida. Pdf](http://www.econ.puc-rio.br/pdf/seminario/2005/heitor%20almeida.Pdf)

169. Myers S. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. № 2. P. 81-102.

170. Прокопов Р.С. Сучасний стан розвитку роздрібної торгівлі в Україні. Інноваційні технології розвитку у сфері харчових виробництв, готельно-ресторанного бізнесу, економіки та підприємництва: наукові пошуки молоді : Всеукраїнська науково-практична конференція здобувачів вищої освіти і молодих учених, 19 квітня 2018 р. : [тези у 2-х ч.] / редкол. : О. І. Черевко [та ін.]. Харків : ХДУХТ, 2018. Ч. 2. С. 233.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1 – Аналітична таблиця коефіцієнтів оцінки фінансової стійкості підприємств

№ з/п	Назва коефіцієнта	Загальний алгоритм розрахунку	Економічний зміст показника	Джерело літератури	Взаємозв'язок з іншими коефіцієнтами	Критерій фін. стійкості
1	2	3	4		5	6
Коефіцієнти, що характеризують фінансову стійкість з позиції фінансової структури капіталу						
1	Коефіцієнт загальної заборгованості, $K_{ЗЗ}$	Позиковий капітал / Загальна сума активів	Показує суму боргу на грошову одиницю активів	18	$K_{ЗЗ} = 1 - K_{авт};$ $K_{ЗЗ} = K_{ПК}$	↓
2	Коефіцієнт довгострокової заборгованості (довгострокового залучення капіталу), $K_{ДЗ}$	Довгостроковий позиковий капітал / (Довгостроковий позиковий капітал + Власний капітал)	Показує, яку частку займає довгостроковий позиковий капітал у загальній капіталізації фірми	18, 109	$K_{ДЗ} = 1 - K_{ФНКД}$	↓
3	Коефіцієнт власного капіталу, $K_{ВК}$	Загальна сума активів / Власний капітал	Показує кількість грошових одиниць сукупних активів, що припадає на одну одиницю власного капіталу	18	$K_{ВК} = 1 + K_{ПК/ВК}$	↓
4	Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів (фінансової залежності), $K_{ПК/ВК}$	Позиковий капітал / Власний капітал	Характеризує залежність підприємства від зовнішніх джерел і показує розмір позикових коштів, що припадає на одиницю власного капіталу	30, 56, 61, 100, 109, 117-119	$K_{ПК/ВК} = 1 / K_{ФС} =$ $= (1 / K_{авт}) - 1$	↓
5	Коефіцієнт концентрації власного капіталу (власності), $K_{КВК}$	Власний капітал / Капітал	Характеризує частку власників підприємства в загальній сумі коштів, авансованих у його діяльність	56, 110, 118, 119	$K_{КВК} = K_{авт}$	↑
6	Коефіцієнт фінансової автономії (незалежності), $K_{авт}$	Власний капітал / Загальна сума активів	Показує міру незалежності підприємства від позикових джерел коштів	2, 61, 100, 109, 110, 112, 117, 123, 124	$K_{авт} = K_{КВК};$ $K_{авт} = 1 - K_{ЗЗ};$ $K_{авт} = K_{ФНКД} \times$ $\times K_{СФ}$	↑

Продовження табл. А.1

1	2	3	4	5	6	7
7	Коефіцієнт концентрації позикового капіталу (заборгованості), $K_{КПК}$	Позиковий капітал / Капітал	Дозволяє оцінити рівень фінансової діяльності підприємства за рахунок позикового капіталу	56, 100, 110, 112, 117-119	$K_{КПК} = K_{ЗЗ} = 1 - K_{КВК}$	↓
8	Коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності, $K_{ДФН}$	(Власний капітал + Довгостроковий позиковий капітал) / Капітал	Дозволяє виявити потенціал майбутнього розвитку підприємства	1, 94, 123	$K_{ДФН} = K_{СФ}$	↑
9	Коефіцієнт фінансової стійкості (фінансування, співвідношення власного і позикового капіталу), $K_{ФС}$	Власний капітал / Позиковий капітал	Визначає наявність власного капіталу на одиницю позикового капіталу, що забезпечує при необхідності його повернення кредиторам	2, 96, 110, 112, 123, 124	$K_{ФУ} = 1 / K_{ПК/ВК}$	↑
10	Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів, $K_{ДЗПК}$	Довгостроковий позиковий капітал / Капітал	Показує суму довгострокових позикових джерел у загальній сумі капіталу	110, 118	$K_{ДЗПК} = K_{СПДВ} \times (\text{Необоротні активи} / \text{Капітал})$	↓
11	Коефіцієнт співвідношення довгострокового та короткострокового позикового капіталу, $K_{ДПК/КПК}$	Довгостроковий позиковий капітал / Позиковий капітал	Характеризує політику фінансування активів підприємства за рахунок позикових коштів, тобто визначає розмір залучення довгострокових фінансових кредитів у розрахунку на одиницю короткострокового позикового капіталу	94		
12	Коефіцієнт фінансової незалежності капіталізованих джерел, $K_{ФНКД}$	Власний капітал / (Власний капітал + Довгостроковий позиковий капітал)	Дозволяє виявити потенціал майбутнього розвитку підприємства	100	$K_{ФНКД} = 1 - K_{ДЗ};$ $K_{ФНКД} = K_{АВТ} / K_{СФ}$	↑

Продовження табл. А.1

1	2	3	4	5	6	7
13	Коефіцієнт кредиторської заборгованості, $K_{КЗ}$	Кредиторська заборгованість/ Позиковий капітал	Характеризує частку кредиторської заборгованості нефінансового характеру в загальній сумі коштів, що залучаються підприємством ззовні	100, 109		
14	Коефіцієнт кредиторської заборгованості та інших пасивів, $K_{Пінш}$	(Кредиторська заборгованість + Інші пасиви)/ Позиковий капітал	Показує частку кредиторської заборгованості та інших пасивів у загальній сумі позикового капіталу	109		
15	Коефіцієнт фінансового левериджу, $K_{ФЛ}$	1) Довгостроковий позиковий капітал/ Власний капітал або 2) (Довгостроковий позиковий капітал + Короткострокові кредити) / Власний капітал	Характеризує залежність підприємства від довгострокових позикових джерел (позикових джерел фінансового характеру) і показує який розмір довгострокового позикового капіталу припадає на одиницю власного капіталу	36, 100, 122	$K_{ФЛ1} = K_{ДЗ} / K_{ФНКД}$	↓
Коефіцієнти, що характеризують фінансову стійкість з позиції способу розміщення капіталу в активах						
16	Коефіцієнт маневреності, $K_{М}$	Власний оборотний капітал/ Капітал	Характеризує частку власного оборотного капіталу в капіталі підприємства	123		↑
17	Коефіцієнт маневреності власного капіталу, $K_{МВК}$	Власний оборотний капітал/ Власний капітал	Характеризує частину власного капіталу, яка використовується для фінансування поточної діяльності (тобто вкладена в оборотні кошти)	2, 61, 100, 109, 110		↑
19	Коефіцієнт забезпеченості запасів власним оборотним капіталом, $K_{ЗЗВ}$	Власний оборотний капітал / Запаси	Показує яка частина запасів фінансується за рахунок власного оборотного капіталу	109, 110		↑

Продовження табл. А.1

1	2	3	4	5	6	7
20	Показник інвестування, $\Pi_{\text{ІНВ}}$	Власний капітал/ Необоротні активи	Характеризує спосіб розміщення власного капіталу в активах	1, 123, 124	$\Pi_I = 1/I_{\text{СА}}$	
21	Коефіцієнт співвідношення мобілізованих та іммобілізованих коштів, $K_{\text{МОБ/ІММОБ}}$	Оборотні активи/ Необоротні активи	Показує співвідношення оборотних і необоротних активів	109		
22	Коефіцієнт стійкого фінансування, $K_{\text{СФ}}$	(Власний капітал + Довгостроковий позиковий капітал)/ Активи	Характеризує частину активів, яка фінансується за рахунок стійких джерел і відображає ступінь незалежності (залежності) підприємства від короткострокових джерел покриття	110	$K_{\text{СФ}} = K_{\text{ДФН}};$ $K_{\text{СФ}} = K_{\text{АВТ}}/K_{\text{ФНКД}}$	
23	Коефіцієнт реальної вартості основних засобів у майні підприємства, $K_{\text{РВос}}$	(Основні засоби – Амортизація)/ Майно	Відображає частку у складі активів майна, яке забезпечує основну діяльність підприємства	118		
24	Коефіцієнт реальної вартості майна, $K_{\text{РВм}}$	(Основні засоби + Запаси малоцінних та швидкозношуваних предметів)/ Капітал	Відображає частку у складі активів майна, яке забезпечує основну діяльність підприємства	110		
25	Коефіцієнт структури покриття довгострокових вкладень, $K_{\text{СПДВ}}$	Довгостроковий позиковий капітал/ Необоротні активи	Показує ту частину необоротних активів, яка профінансована за рахунок довгострокових позикових джерел капіталу	100, 110, 119	$K_{\text{СПДВ}} = K_{\text{ДЗПК}} \times$ $\times (\text{Капітал} /$ $\text{Необоротні активи})$	
26	Індекс постійного активу, Π_A	Необоротні активи/ Власний капітал	Показує яка частка власного капіталу спрямована на покриття необоротних активів, тобто основну частину виробничого потенціалу підприємства	110	$\Pi_A = 1/\Pi_{\text{ІНВ}}$	

Продовження табл. А.1

1	2	3	4	5	6	7
Коефіцієнти, які характеризують фінансову стійкість з позиції спроможності підприємства підтримувати існуючу структуру капіталу						
27	Коефіцієнт покриття відсотків за кредитами (захищеності кредиторів), $K_{П\%}$	Прибуток до сплати відсотків та податків / Сума відсотків за кредит	Характеризує ступінь захищеності кредиторів від несплати відсотків за наданий кредит	18, 56, 61, 100, 126		↑
28	Коефіцієнт грошового забезпечення, $K_{ГЗ}$	(Прибуток до сплати відсотків та податків + Амортизація) / Відсоток за кредит	Характеризує здатність підприємства отримати грошові кошти за своїми операціями	18		↑
29	Коефіцієнт повного покриття боргу, $K_{ПБ}$	Прибуток до сплати відсотків та податків / Відсоток + (Головна сума боргу / (1-Ставка податку на прибуток))	Характеризує здатність підприємства сплачувати відсотки та основну суму боргу	18, 126		↑

Додаток Б

Розрахунок умовних результативних показників для виявлення впливу факторів
на зміну ефекту фінансового левериджу ТОВ "Олимп"

**Таблиця Б.1 – Розрахунок умовних результативних показників для
виявлення впливу факторів на зміну ефекту фінансового левериджу
ТОВ "Олимп" у 2017 порівняно з 2016 роком**

Показник	2016	Підстановка 1 (ум.1)	Підстановка 2 (ум.2)	Підстановка 3 (ум.3)	2017
Питома вага позикового капіталу, %	61,11	58,66	58,66	58,66	58,66
Питома вага власного капіталу, %	38,89	38,89	41,34	41,34	41,34
Економічна рентабельність активів, %	37,43	37,43	37,43	19,29	19,29
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	24,80	24,80	24,80	24,80	23,44
Ефект фінансового левериджу, %	16,3	15,6	14,7	-6,4	-4,8

**Таблиця Б.2 – Розрахунок умовних результативних показників для
виявлення впливу факторів на зміну ефекту фінансового левериджу
ТОВ "Олимп" у 2018 порівняно з 2017 роком**

Показник	2017	Підстановка 1 (ум.1)	Підстановка 2 (ум.2)	Підстановка 3 (ум.3)	2018
Питома вага позикового капіталу, %	58,66	53,60	53,60	53,60	53,60
Питома вага власного капіталу, %	41,34	41,34	46,40	46,40	46,40
Економічна рентабельність активів, %	19,29	19,29	19,29	24,36	24,36
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	23,44	23,44	23,44	23,44	22,18
Ефект фінансового левериджу, %	-4,8	-4,4	-3,9	0,9	2,1

Таблиця Б.3 – Розрахунок умовних результативних показників для виявлення впливу факторів на зміну ефекту фінансового левериджу ТОВ "Олимп" у 2018 порівняно з 2016 роком

Показник	2016	Підстановка 1 (ум.1)	Підстановка 2 (ум.2)	Підстановка 3 (ум.3)	2018
Питома вага позикового капіталу, %	61,11	53,60	53,60	53,60	53,60
Питома вага власного капіталу, %	38,89	38,89	46,40	46,40	46,40
Економічна рентабельність активів, %	37,43	37,43	37,43	24,36	24,36
Середньозважена вартість позикового капіталу, %	24,80	24,80	24,80	24,80	22,18
Ефект фінансового левериджу, %	16,3	14,3	12,0	-0,4	2,1