

С.М. Фролов, д.е.н., проф.

Університет митної справи та фінансів

Н.Г. Виговська, д.е.н., проф.

Державний університет «Житомирська політехніка»

В.В. Дзюба, аспірант

Університет митної справи та фінансів

Фінансова політика щодо формування оптимальної структури капіталу корпорацій

У роботі здійснено контент-аналіз наукових публікацій, що присвячені проблематиці управління фінансовою структурою капіталу корпорацій на основі досліджень, результати яких опубліковані у вітчизняних наукових видання і в міжнародній наукометричній базі Scopus. Для проведення дослідження було застосовано не лише аналітичні викладки, отримані у зазначеній базі, а й побудовано на основі сформованої вибірки бібліометричні мапи з використанням інструментів VOSviewer 1.6.16 та Google Books Ngram Viewer. За результатами дослідження встановлено, що фінансова політика підприємства має розглядатися як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм та методів її досягнення як в короткостроковому, так і довгостроковому періоді. При цьому якісна фінансова політика має відповідати таким ключовим принципам: справедливості, узгодження із чинним законодавством, реалістичності, досяжності, рівня ризикованості, що збігається з рівнем відповідного ризику як власників, так і менеджменту компанії.

Ключові слова: фінансова політика; капітал корпорацій; фінансовий менеджмент.

Актуальність теми. Одним із найбільш складних завдань у сучасному фінансовому менеджменті корпорацій є формування оптимальної структури капіталу, оскільки прийняття рішень у цій площині залежить не лише від ситуації, що склалася в самій компанії, а й від стану зовнішніх чинників. Формування капіталу корпорації є основою його фінансової політики в якій перетинаються інтереси головних стейкхолдерів – акціонерів, менеджменту, інвесторів, кредиторів. Крім того, для корпорацій це питання є ще більш складним, оскільки, як правило, структура їх капіталу, порівняно з іншими підприємствами, є більш диверсифікованою, враховуючи, що й обсяг капіталу є значно більшим.

Аналіз останніх досліджень та публікацій, на які спираються автори. Дослідженнями проблем формування й використання капіталу займається широке коло відомих вітчизняних науковців: А.І. Крисоватий, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова; і закордонних науковців: R.Hilferding, P.William, Т.Б. Берднікова, А.В. Бугалін та інші. Водночас саме поняття «капітал» є дуже різнобічним та використовується в економічній літературі з різних точок зору. Перш ніж проводити аналіз та здійснювати моделювання можливих варіантів оптимальної структури капіталу, варто дослідити теоретичне підґрунтя самих понять «капітал корпорації», «оптимальна структура капіталу» та їх місце у фінансовій політиці корпорації.

Мета статті. На основі проведеного аналізу вітчизняних та зарубіжних публікацій, у яких досліджується проблематика розвитку фінансової політики корпорацій, в тому числі в міжнародній наукометричній базі Scopus, визначити структуру капіталу у фінансовій політиці корпорації.

Виклад основного матеріалу. На думку І.В. Колесової, «Ефективність фінансового механізму корпорацій залежить від рівня розвитку корпоративного управління, від грамотного та доцільного застосування різних способів залучення капіталу» [1]. Крім того авторка зазначає, що «Аналіз відповідності фінансового механізму вітчизняних корпорацій цілям і завданням їх збалансованого розвитку показує, що рівень розвитку його елементів не відповідає тій місії, яку повинні відігравати корпорації в ринковій економіці, що свідчить про необхідність модернізації кожного елементу фінансового механізму» [1]. Безумовно, що у фінансовому механізмі ключову роль відіграє фінансове забезпечення функціонування корпорацій. Важливим є питання, на яких умовах та із яких джерел відбуватиметься надходження капіталу до корпорації. Це стосується всіх елементів капіталу – як власного, так і позикового.

У роботі Л.С. Селіверстової зазначено, що «Фінансовий механізм корпорації – це система управління фінансами, сукупність форм і методів, за допомогою яких корпорація забезпечує себе необхідними коштами, досягає нормального рівня стабільності і ліквідності, забезпечує рентабельну роботу і отримання максимального прибутку» [2]. Розуміння фінансового механізму корпорації в такому контексті, на нашу думку, ототожнює його з розумінням фінансового менеджменту корпорації, тим

більше авторка продовжує: «це система основних елементів, що регулюють процес розробки та реалізації управлінських рішень у фінансовій сфері, тобто система управління фінансами корпорації» [2]. У фінансовому менеджменті корпорації, якщо його розглядати суто з внутрішньої позиції, важливого значення набувають декілька моментів: по-перше, це політика управління капіталом, її тип (консервативний, помірний чи агресивний); по-друге, що в значною мірою визначає її політику управління капіталом – це сформований підхід у відносинах, що виникають між ключовими стейкхолдерами корпорації; по-третє, що також має безпосередній вплив на політику управління капіталом – це сформована структура власності корпорації (висококонтрована, помірноконтрована чи розпорощена), яка буде визначати систему відносин між ключовими стейкхолдерами.

Склад стейкхолдерів корпорації досить широкий, але при цьому варто виокремити п'ять рівнів (рис. 1), залежно від рівня впливу на прийняття фінансових рішень, зокрема щодо формування капіталу підприємства.

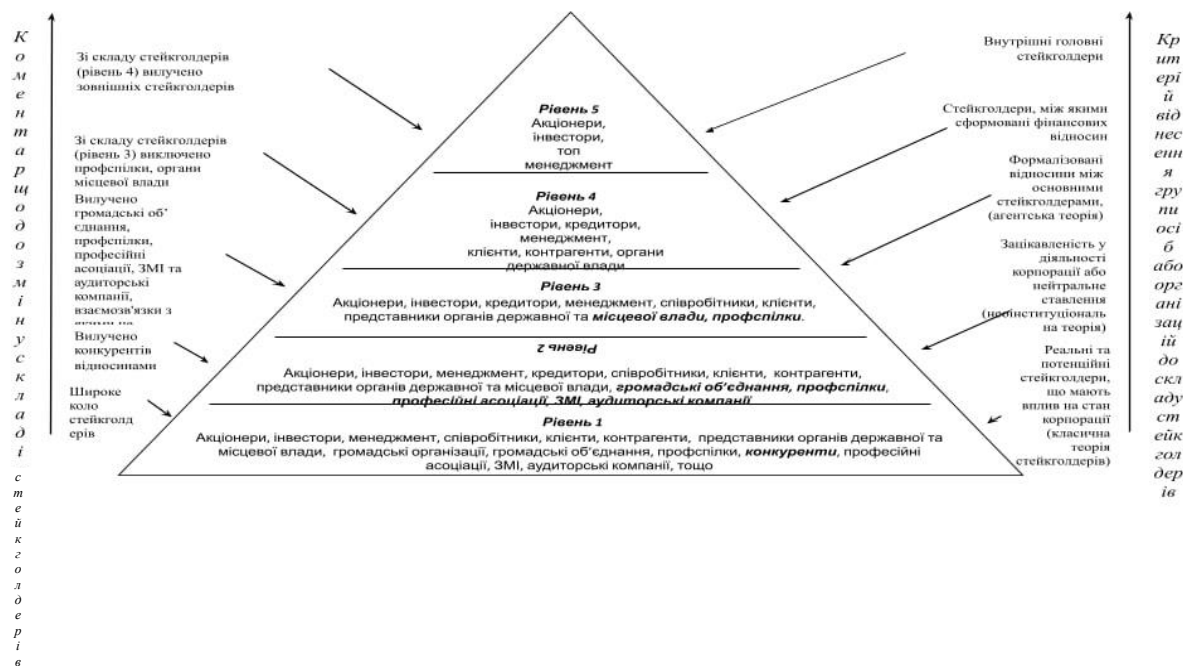


Рис. 1. Ієрархія критеріїв визначення стейкхолдерів корпорації

На наш погляд, необхідно виокремити п'ять основних рівнів стейкхолдерів. Найнижчий перший рівень містить найширший перелік всіх зовнішніх і внутрішніх стейкхолдерів. На кожному із наступних рівнів перелік стейкхолдерів звужується, максимально наближаючись до найвищого рівня, на якому безпосередньо приймаються стратегічні рішення фінансового характеру. За основу для побудови піраміди рівнів стейкхолдерів взято наукові результати дослідження М.М. Бричко [3], яка, опираючись на теоретичні напрацювання у сфері корпоративного управління, запропонувала градацію стейкхолдерів для банківських установ. Автором запропоновано виокремити чотири рівні, де на першому представлено тих стейкхолдерів, які можуть мати як реальний так і певною мірою потенційний вплив на фінансовий стан банку. Цей рівень сформовано опираючись на постулати класичної теорії стейкхолдерів. На другому рівні присутні ті стейкхолдери, які мають зацікавленість у формуванні стабільної фінансової ситуації в банку або ж ставляться до цього питання нейтрально. Така вибірка серед переліку першого рівня опирається на основні засади неінституціональної теорії корпоративного управління. Третій рівень сформовано опираючись на формалізацію відносин між банком та іншими стейкхолдерами, які мають формалізовані відносини, що закріплені у контрактах фінансового характеру відповідно до агентської теорії. Крім того, автором запропоновано виокремити четвертий рівень, на якому існують між банком та учасником фінансові відносини в процесі обмінно-розподільчих операцій та делегування повноважень, що здійснюють прямий вплив на ефективність управління банком.

Запропонований підхід було адаптовано під потреби корпоративного управління в реальному секторі економіки, при цьому було виокремлено не чотири, а п'ять рівнів стейкхолдерів. На п'ятому – найвищому рівні – присутні три ключові групи стейкхолдерів – акціонери, інвестори та менеджмент найвищого рівня управління. Саме стейкхолдери цього рівня приймають рішення, які визначають як стратегічний, так і оперативно-тактичний фінансовий стан корпорації. У випадку, коли власники не виконують функції, пов'язані з фінансовим менеджментом компанії, що є типовим для корпорацій, їх роль полягає у визначенні стратегічних фінансових завдань, виконанні регуляторних функцій, контроль

за досягненням ключових фінансових таргетів, визначення повноважень та їх делегування менеджменту корпорації, схвалення апетитів до ризику, які пропонуються фінансовим менеджментом. Основні завдання вищої та середньої ланки менеджменту корпорації в частині фінансового менеджменту полягає: на рівні менеджменту середньої ланки – у розробці та реалізації рішень, спрямованих на виконання поточних завдань щодо управління фактично сформованою структурою капіталу, а також на пошук рішень для її максимального наближення до оптимальної чи цільової структури капіталу корпорації, прораховуючи при цьому реальні та потенційні фінансові ризики, а також аналізуючи фактичну й потенційну вартість капіталу для корпорації; на рівні менеджменту вищої ланки – в організації роботи фінансового апарату, що спрямована на досягнення поставлених стратегічних завдань акціонерами через реалізацію оперативно-тактичної фінансової політики.

Стосовно структури власності корпорації, то не зважаючи на те, що серед вітчизняних наукових досліджень цьому питанню не приділяється належна увага, саме від того, наскільки сконцентрованим є зареєстрований капітал, буде залежати складність чи, навпаки, спрощеність процедур прийняття ключових стратегічних рішень, при цьому важливого значення набуває узгодженість інтересів всіх акціонерів. В сучасних умовах формуванню та використанню капіталу приділяється значна увага, оскільки він визначає можливість подальшого розвитку суб'єкта господарювання, незалежно від того, в якій сфері економічної діяльності функціонує. Капітал компанії, його структура та вартість визначають поточну й перспективну платоспроможність та ефективність діяльності.

В нашому дослідженні спиратимемося на сучасний підхід, що отримав назву «модель п'яти капіталів» (five capital model), розроблений форумом майбутнього [4, 5]. Ця модель розроблена фахівцями Форуму майбутнього у 90-х роках ХХ століття, її метою є відображення взаємозв'язків різних видів капіталу і динамічного процесу, за допомогою яких компанії всього світу можуть досягати балансу між екологічними, соціальними та економічними потребами (рис. 2).

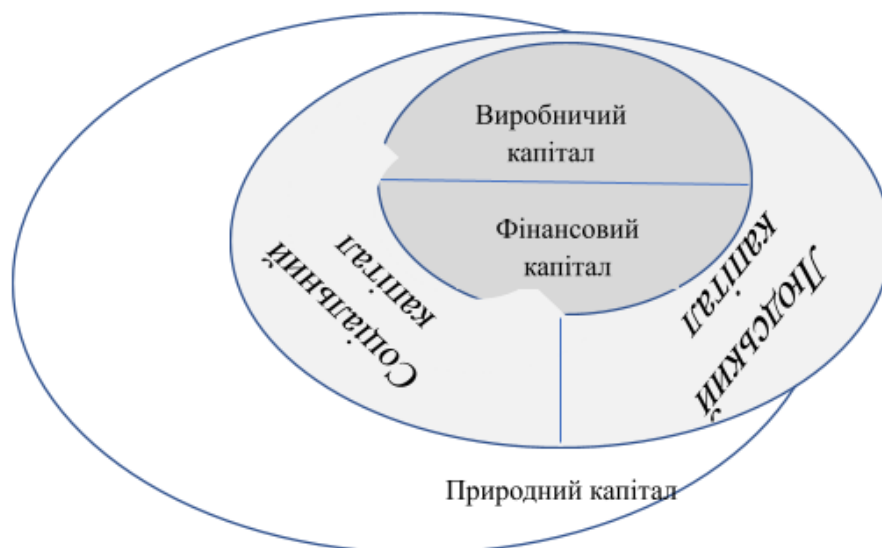


Рис. 2. Модель «п'яти капіталів»

Ця модель вирізняє п'ять видів капіталу, що зазначені нижче.

Природний капітал (Natural capital) – його досить часто називають ще екологічним капіталом, або капіталом навколишнього середовища. Цей вид капіталу лежить в основі будь-якої діяльності, незалежно від спрямування.

Людський капітал (Human capital) – передбачає знання, вміння, навички та стан здоров'я працівників, оскільки кожна компанія зацікавлена у кваліфікованій, вмотивованій та здоровій робочій силі, враховуючи те, що інтелектуальний капітал є важливим чинником розвитку. Нехтування станом людського капіталу в перспективі може призвести до формування серйозних репутаційних ризиків.

Соціальний (суспільний) капітал (Social capital) – це обов'язкова умова функціонування будь-якого суб'єкта господарювання, якому необхідно налагоджувати комунікації з широким колом як внутрішніх так і зовнішніх стейкхолдерів компанії. Це саме той капітал, який сьогодні в Україні знаходиться у вкрай негативному стані, оскільки має бути представлений у формі суспільних цінностей, довіри, яка вибудована між різними суб'єктами економічних відносин (державою, суб'єктами господарювання, домогосподарствами), ефективною правовою системою. Високий рівень функціонування соціального

При цьому варто зауважити, що в зарубіжних публікаціях початку 2000-х років основний акцент під час дослідження фінансової політики корпорацій робиться на узгодженні інтересів всіх стейкхолдерів при формуванні оптимальної структури капіталу [6–11]. Після світової фінансової кризи 2008 року основна увага в дослідженнях була зміщена на проблематику узгодження структури капіталу та диверсифікації ризиків, а також визначення апетиту до ризику (risk appetite). Якщо уважно проаналізувати сформовані на рисунку 3 кластери, то можна зазначити, що поняття «фінансова криза» (financial crisis) має безпосередній зв'язок із поняттям «оцінка ризику» (risk assessment) та борг (debt).

Висновки та перспективи подальших досліджень. На думку авторів статті, фінансова політика підприємства має розглядатися як визначена власниками та узгоджена з менеджментом мета фінансового менеджменту, що передбачає розробку алгоритму дій, спрямованих на формування оптимальної структури капіталу, вибір форм і методів її досягнення як в короткостроковому, так і довгостроковому періоді. При цьому якісна фінансова політика має відповідати таким ключовим принципам: справедливості, узгодження із чинним законодавством, реалістичності, досяжності, рівень ризикованості, що відповідає рівню ризиковості як власників, так і менеджменту компанії.

Отже, ключовим об'єктом фінансової політики є капітал підприємства. Водночас було б невірно досліджувати капітал підприємства відокремлено від сформованих активів та досягнутих завдяки цьому фінансових результатів діяльності.

Список використаної літератури:

1. Колесова І.В. Фінансовий механізм корпорацій та напрями його модернізації / І.В. Колесова // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2011. – № 1. – С. 229–240.
2. Селіверстова Л.С. Фінансовий механізм у системі корпоративного управління / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – № 16. – С. 63–66.
3. Бречко М.М. Оцінювання ефективності управління діяльністю банків в системі фінансових відносин їх стейкхолдерів : дис. ... к.е.н. / М.М. Бречко. – Українська Академія Банківської Справи. – Суми, 2014. – 265 с.
4. The five capitals – a framework for sustainability. – Forum for the future [Electronic resource]. – Access mode : <https://www.forumforthefuture.org/project/five-capitals/overview>.
5. The Five Capitals Model [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.kcxconsulting.com/index.php/about-kcx/capital-model>.
6. Findlay M.C. Toward a Positive Theory of Corporate Financial Policy / M.C. Findlay, E.E. Williams // Abacus. – 1987. – № 23 (2). – P. 107–121. DOI: 10.1111/j.1467-6281.1987.tb00144.x.
7. Detemple J. The relevance of financial policy / J. Detemple, P. Gottardi, H.M. Polemarchakis // European Economic Review. – 1995. – № 39 (6). – P. 1133–1154. DOI: 10.1016/0014-2921(94)00106-a.
8. Monks R.A.G. Redesigning corporate governance structures and systems for the twenty first century / R.A.G. Monks // Corporate Governance: An International Review. – 2001. – № 9 (3). – P. 142–147. DOI: 10.1111/1467-8683.00241.
9. Mizen P. Monetary policy, corporate financial composition and real activity / P. Mizen, C. Yalcin // CESifo Economic Studies. – 2006. – № 52 (1). – P. 177–213. DOI: 10.1093/cesifo/ifj006.
10. Okabe M. The financial system and corporate governance in Japan / M. Okabe // Corporate Ownership and Control. – 2006. – № 3 (3). – P. 27–38. DOI: 10.22495/cocv3i3p2.
11. Beattie V. Corporate financing decisions: UK survey evidence / V. Beattie, A. Goodacre, S.J. Thomson // Journal of Business Finance and Accounting. – 2006. – № 33 (9–10). P. 1402–1434. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2006.00640.x.

References:

1. Kolesova, I.V. (2011), «Finansovyj mehanizm korporacij ta naprjamy jogo modernizacii», *Zbirnyk naukovykh prac' Nacional'nogo universytetu derzhavnoi' podatkovoi' sluzhby Ukraїny*, No. 1, pp. 229–240.
2. Seliverstova, L.S. (2013), «Finansovyj mehanizm u systemi korporatyvnogo upravlinnja», *Investycii: praktyka ta dosvid*, No. 16, pp. 63–66.
3. Brychko, M.M. (2014), «Ocinjuvannja efektyvnosti upravlinnja dijalnistju bankiv v systemi finansovyh vidnosyn i'h stekholderiv», Ph.D. Thesis of dissertation, *Ukrai'ns'ka Akademija Bankivs'koi' Spravy*, Sumy, 265 p.
4. Forum for the future, «The five capitals – a framework for sustainability», [Online], available at: <https://www.forumforthefuture.org/project/five-capitals/overview>
5. «The Five Capitals Model», [Online], available at: <http://www.kcxconsulting.com/index.php/about-kcx/capital-model>
6. Findlay, M.C. and Williams, E.E. (1987), «Toward a Positive Theory of Corporate Financial Policy», *Abacus*, No. 23 (2), pp. 107–121, doi: 10.1111/j.1467-6281.1987.tb00144.x.
7. Detemple, J., Gottardi, P. and Polemarchakis, H.M. (1995), «The relevance of financial policy», *European Economic Review*, No. 39 (6), pp. 1133–1154, doi: 10.1016/0014-2921(94)00106-a.
8. Monks, R.A.G. (2001), «Redesigning corporate governance structures and systems for the twenty first century», *Corporate Governance: An International Review*, No. 9 (3), pp. 142–147, doi: 10.1111/1467-8683.00241.

9. Mizen, P. and Yalcin, C. (2006), «Monetary policy, corporate financial composition and real activity», *CESifo Economic Studies*, No. 52 (1), pp. 177–213, doi: 10.1093/cesifo/ijf006.
10. Okabe, M. (2006), «The financial system and corporate governance in Japan», *Corporate Ownership and Control*, No. 3 (3), pp. 27–38, doi: 10.22495/cocv3i3p2.
11. Beattie, V., Goodacre, A. and Thomson, S.J. (2006), «Corporate financing decisions: UK survey evidence», *Journal of Business Finance and Accounting*, No. 33 (9–10), pp. 1402–1434, doi: 10.1111/j.1468-5957.2006.00640.x.

Фролов Сергій Михайлович – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри державних, місцевих та корпоративних фінансів Університету митної справи та фінансів, м. Дніпро.

<https://orcid.org/0000-0001-9374-7274>.

Наукові інтереси:

- банківська та бюджетна діяльність;
- міжбюджетні відносини;
- зовнішньоекономічна та митна діяльність;
- ринок фінансових послуг;
- корпоративні фінанси.

E-mail: sfrolov@gmail.com.

Виговська Наталія Георгіївна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів і кредиту Державного університету «Житомирська політехніка».

<https://orcid.org/0000-0001-7129-6169>.

Наукові інтереси:

- державний фінансовий контроль;
- місцеві фінанси;
- корпоративні фінанси.

E-mail: vygng@ukr.net.

Дзюба Вікторія Віталіївна – аспірантка кафедри державних, місцевих та корпоративних фінансів Університету митної справи та фінансів, м. Дніпро.

<https://orcid.org/0000-0002-6856-9741>.

Наукові інтереси:

- формування капіталу корпоративних підприємств;
- зовнішньоекономічна та митна діяльність.

E-mail: dziyuba_vita@ukr.net.

Стаття надійшла до редакції 23.04.2021.