

Пойда-Носик Н.Н.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів
Ужгородського національного університету

Петришинець Л.В.,

аспірант кафедри фінансів
Ужгородського національного університету

ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ Й ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА

Розкрито теоретичні і практичні аспекти оцінки ефективності структури капіталу підприємства та напрями її оптимізації з позиції забезпечення фінансової стійкості й рентабельності суб'єкта господарювання в сучасних умовах.

The article is devoted to theoretical and practical aspects of estimation of capital structure efficiency and its optimization from the position of providing financial stability and profitability of an enterprise in modern conditions.

Ключові слова: фінансова безпека, структура капіталу, фінансова стійкість, власний капітал, позиковий капітал, фінансова рентабельність.

У сучасних умовах господарювання, коли відбуваються кризові явища в економіці, на перше місце виходить проблема оцінки ефективності господарюючих суб'єктів і насамперед — проблема оцінки ефективності управління фінансами. Хоча поняття “ефективність” як економічна категорія існує стільки, скільки й саме суспільне виробництво, однак, з огляду на складність і багатогранність цієї категорії, у сучасній вітчизняній та зарубіжній літературі немає однозначного чіткого тлумачення економічної сутності даної категорії та єдиних критеріїв, за якими вона може бути оцінена кількісно. Проблема полягає не лише в пошуку відповідей на запитання: що віднести до критеріїв ефективності, як оцінити ефективність передусім у виборі позиції оцінки? Очевидно, що оцінки одного й того самого об'єкта, явища, процесу можуть виявитися різними і навіть протилежними залежно від точки зору та позицій, з яких вони спостерігаються й оцінюються.

Останнім часом в Україні активізувалися наукові дослідження з питань ефективного функціонування підприємств та аналізу факторів, що впливають на результати фінансово-господарської діяльності. Теоретичні аспекти функціонування промислових підприємств в умовах адаптації їх діяльності до ринкового економічного середовища відображено у працях О.І. Амоші, П.Ю. Беленького, В.М. Гейця, В.С. Герасимчука, М.А. Козоріз, І.І. Лукінова, М.Г. Чумаченка. Організаційно-економічні механізми регулювання діяльності підприємств різних форм власності розроблялися в дослідженнях Є.Є. Бойка, М.І. Долішнього, В.П. Мікловди, В.І. Пили, С.М. Писаренко, Я.О. Побурка. Питання впливу структури капіталу

на фінансові результати господарювання, ефективного використання фінансового потенціалу знайшли відображення в публікаціях І.О. Бланка, Е.А. Божко, В.Н. Гавви, Л.О. Коваленко, Г.О. Крамаренко, Л.А. Краснокутської, Л.М. Ремньової, О.О. Терещенка, О.Є. Чорної та ін. Разом із тим, незважаючи на значний науковий доробок, праці згаданих учених та інші публікації й розробки не охоплюють усього спектру проблем оцінки ефективності управління структурою джерел фінансування підприємств у нових умовах господарювання.

Слід зазначити, що у вітчизняній та зарубіжній літературі поняття ефективності часто ототожнюється з різними поняттями, наприклад, прибутковості¹, дієвості² й особливо часто — продуктивності³. До того ж поняття ефективності і продуктивності інколи підмінюються іншими поняттями, які часто характеризують лише окремі сторони чи області діяльності організаційної системи⁴. Ця плутанина пов'язана з відсутністю чіткої цілі в оцінці ефективності. У зв'язку з цим деякі економісти пропонують відійти від поширеної думки про те, що ефективність характеризується співвідношенням результату й затрат. На їхню думку, за основу визначення ефективності потрібно взяти ступінь або вірогідність досягнення намічених цілей⁵. З нашого погляду, такий підхід розширює наукове уявлення про сутність категорії ефективності, однак може лише доповнити, а не змінити попереднє, оскільки за умов використання цього підходу не знаходить достатнього відображення значення ефективності як важливої оціночної категорії.

Проблема оцінки ефективності структури капіталу підприємств теж має своє підгрунтя. При виборі джерел фінансування й формуванні відповідної структури капіталу виникає дилема з точки зору співвідношення власного та позикового капіталу для конкретного підприємства.

Якщо фінансування діяльності спрямовано на використання лише власного капіталу, це, звичайно, забезпечує підприємству найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але тоді обмежуються темпи його розвитку й не використовуються додаткові фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал. Це пов'язано з тим, що власний капітал за своїм розміром обмежений, а відсутність позикового капіталу не дає змоги забезпечити формування

¹ Акодис І.А. Финансовый аспект управления рентабельностью и ассортиментом. — М.: Финансы и статистика, 1985. — 135 с.

² Синк Скотт Д. Управление производительностью: планирование, измерение и оценка, контроль и повышение: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1989. — 528 с.

³ Зубов В.М. Как измеряется производительность труда в США. — М.: Финансы и статистика, 1990. — 144 с.; Эйлон Самуэл. Система показателей эффективности производства: Прикладной анализ. — М.: Экономика, 1980. — 191 с.; Сатуновский Л.М. Показатели эффективности общественного производства. — М.: Наука, 1980. — 176 с.

⁴ Смехов Б.М. Управление эффективностью. — М.: Наука, 1984. — 222 с.

⁵ Оценка экономической эффективности производства / В.И. Гладун, С.Г. Ермакова, Н.А. Лысова и др. — Владивосток, 1991. — 14 с.

необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку. Разом із тим підприємство, яке використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал розвитку й ширші можливості приросту фінансової рентабельності діяльності. Водночас використання позикового капіталу більшою мірою генерує фінансовий ризик, створює загрозу фінансовій безпеці й загрозу банкрутства, які зростають у міру збільшення частки позикових коштів у загальній сумі використовуваного капіталу.

Ефективне управління структурою капіталу підприємства дає змогу:

- забезпечити підприємство потрібним обсягом фінансових ресурсів для стратегічного розвитку;
- знизити рівень витрат фінансування, пов'язаних із використанням різних джерел фінансування й необхідністю здійснення плати власникам фінансових ресурсів за їх використання;
- забезпечити зростання фінансової рентабельності підприємства;
- забезпечити фінансову рівновагу суб'єкта господарювання і створити передумову формування його фінансової безпеки.

Наш підхід до оцінки ефективності структури капіталу базується на виділенні відповідних критеріїв ефективності структури джерел фінансування, якими є забезпечення фінансової стійкості і зростання рентабельності суб'єкта господарювання в сучасних умовах. Тобто за основу формування ефективної структури капіталу ми взяли ступінь або вірогідність досягнення намічених цілей. Виділення саме цих цілей (або критеріїв) пов'язано з тим, що метою залучення фінансових ресурсів завжди є зростання прибутку на одиницю вкладеного власниками в діяльність підприємства капіталу. Крім того, структура капіталу, а саме співвідношення між власним і позиковим капіталом, безпосередньо надає інформацію про рівень фінансової стійкості і стабільності підприємства. Тому структуру капіталу можна вважати ефективною тоді, коли забезпечується фінансова стійкість і зростає рентабельність власного капіталу підприємства.

Оцінка ефективності структури капіталу тісно пов'язана з поняттям оптимізації структури капіталу. З позиції фінансового менеджменту оптимальна структура капіталу — “така структура капіталу, яка мінімізує вартість капіталу фірми й, отже, максимізує вартість самої компанії”⁶. Вітчизняні науковці дають конкретніше визначення цього поняття: “...це таке співвідношення використання власних і позичкових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності й коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість”⁷.

⁶ Ван Хорн Дж.С., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. — М.: ООО “ИД Вильямс”, 2010. — С. 781.

⁷ Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Фінансовий менеджмент: Навч. посіб. — К.: Знання, 2005. — С. 302; Кочкодан В.Б. Синтез механізмів управління структурою капіталу підприємства: Дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. — Хмельницький, 2009. — С. 24.

Основна суперечність завдання оптимізації структури капіталу — це багатоваріантність критеріїв оптимізації, яка не дає змоги вибрати однозначно кращий варіант. Підходи, що існують у світовій практиці фінансового менеджменту, так чи інакше зводять вихідне багатокритеріальне завдання оптимізації до однокритеріального, а в найпростіших випадках взагалі відкидають більшість критеріїв, залишаючи один із них. Проте основний недолік залишається — суб'єктивізм дослідника, який відповідно до певних власних цілей визначає пріоритетність того чи іншого критерію.

У нашому дослідженні ми, притримуючись думки вітчизняних науковців, виділили показники, на основі яких можна оцінити структуру капіталу для конкретного підприємства. Ними є показники фінансової стійкості (коефіцієнти: автономії (незалежності); співвідношення позикових та власних коштів; маневреності власних коштів; концентрації позикового капіталу) та показник рентабельності власного капіталу.

Оцінка ефективності й формування оптимальної структури капіталу передбачають попередній аналіз існуючої структури джерел фінансування. Для прикладу проведемо аналіз джерел формування фінансових ресурсів ТОВ “Дукат” (табл. 1). Дані для розрахунків взято з річної фінансової звітності досліджуваного підприємства.

Як видно з даних табл. 1, протягом досліджуваного періоду спостерігалось істотне переважання частки позикового капіталу над часткою власного, що свідчить про високу залежність підприємства від кредиторів. Для того щоб зробити висновки про його фінансову стійкість, необхідно порівняти ці дані із середньостатистичними даними про структуру капіталу підприємств у розрізі окремих видів діяльності по Україні за аналогічний період. У табл. 2 наведено дані про частку власного капіталу у структурі джерел фінансування підприємств країни за видами економічної діяльності.

Порівнюючи дані, наведені в табл. 1 і 2, можна дійти висновку, що фінансова стійкість досліджуваного підприємства у 2006 році перебувала на рівні середньостатистичних показників, у 2007—2008 роках була навіть вищою за середній показник по Україні.

Оскільки ТОВ “Дукат” займається оптовою торгівлею, слід провести більш глибоку оцінку ефективності такої структури з точки зору її впливу на фінансову стабільність і фінансові результати діяльності підприємства. Розрахунок фінансових показників, які свідчать про фінансову стійкість підприємства, наведено в табл. 3.

Як видно з даних табл. 3, коефіцієнт автономії протягом згаданого періоду поступово зростає: від 0,13 у 2006 році до 0,15 у 2007-му й до 0,21 у 2008 році. Цей коефіцієнт характеризує частку майна власників підприємства у загальній сумі коштів, інвестованих у його діяльність. Вважається, що чим більший цей коефіцієнт, тим більш фінансово стійким і незалежним від кредиторів є підприємство й тим меншою — загроза його фінансовій безпеці.

Таблиця 1. Динаміка складу і структури капіталу ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки (станом на кінець року)

Показник	Рядок балансу	2006		2007		2008		Зміна (+, -), тис. грн		Темп приросту, %	
		тис. грн	у % до всієї суми	тис. грн	у % до всієї суми	тис. грн	у % до всієї суми	2007/2006	2008/2007	2007/2006	2008/2007
Загальна сума капіталу	640	4905,5	100,0	5974,0	100,0	7184,0	100,0	+1068,5	+1210,0	+21,8	+20,3
в тому числі:											
1. Власний капітал	380	614,6	12,5	907,0	15,2	1513,0	21,1	+292,4	+606,0	+47,6	+66,8
У тому числі:											
1.1. Статутний капітал	300	355,0	7,2	355,0	5,9	355,0	4,9	—	—	—	—
1.2. Резервний капітал	340	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1.3. Нерозподілений прибуток	350	259,6	5,3	552,0	9,3	1158,0	16,2	+292,4	+606,0	+112,6	+109,8
	430+										
	480+										
2. Позиковий капітал	620+	4290,9	87,5	5067,0	84,8	5671,0	78,9	+776,1	+604,0	+18,1	+11,9
	630										
У тому числі:											
2.1. Довгострокові зобов'язання	480	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
2.2. Поточні зобов'язання	620	4290,9	87,5	5067,0	84,8	5671,0	78,9	+776,1	+604,0	+18,1	+11,9
із них:											
короткострокові кредити банків	500	1800,0	36,7	1344,0	22,5	3350,0	47,6	-456,0	+2006,0	-25,3	+149,3
кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	530	2490,9	50,8	3451,0	57,8	2249,0	31,3	+960,1	-1202,0	+38,5	-34,8
поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом	550	—	—	32,0	0,01	72,0	0,01	+32,0	+40,0	—	+125,0
інші поточні зобов'язання	610	—	—	240,0	0,04	—	—	+240,0	-240,0	—	-100,0

Таблиця 2. Частка власного капіталу у структурі балансу підприємств за видами економічної діяльності в Україні за 2006—2008 роки, %

Вид економічної діяльності	2006	2007	2008
Усього*	45,0	42,1	34,9
у тому числі:			
сільське господарство, мисливство, лісове господарство	55,9	55,4	47,2
промисловість	49,6	47,0	40,3
будівництво	26,6	23,4	17,0
торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	15,0	15,2	8,7
торгівля автомобілями та мотоциклами, їх технічне обслуговування й ремонт	21,2	26,2	13,0
оптова торгівля й посередництво в оптовій торгівлі	13,9	14,4	8,3
роздрібна торгівля; ремонт побутових виробів та предметів особистого вжитку	21,5	17,9	9,1
діяльність готелів та ресторанів	53,8	49,7	40,2
діяльність транспорту та зв'язку	63,0	60,0	54,2
фінансова діяльність	51,5	45,2	42,0
операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	60,7	58,7	47,6
освіта	67,8	76,2	72,6
охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	60,1	59,1	53,4
надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	63,1	66,5	46,2

* Дані наведено без урахування банків та бюджетних установ.

Джерело: розраховано за даними Держкомстату України (www.ukrstat.gov.ua).

Таблиця 3. Динаміка показників фінансового стану ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки (станом на кінець року)

Показник	Порядок розрахунку (рядки балансу)	2006	2007	2008	Зміна (+, -)	
					2007/2006	2008/2007
Коефіцієнт автономії (незалежності)	Власні кошти / Майно підприємства (р. 380 / р. 640)	0,13	0,15	0,21	+0,02	+0,06
Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів	Позикові кошти / Власні кошти ([р. 640 - р. 380] / р. 380)	6,98	5,59	3,75	-1,39	-1,84
Коефіцієнт маневреності власних коштів	[Власний капітал + Довгострокові позики - Необоротні активи] / [Власний капітал + Довгострокові позики] ([р. 380 + р. 480 - р. 080] / [р. 380 + р. 480])	-0,60	-0,50	-0,34	+0,10	+0,16
Коефіцієнт концентрації позикового капіталу	Позиковий капітал / Майно підприємства ([р. 640 - р. 380] / р. 640)	0,87	0,85	0,79	-0,02	-0,06

Серед науковців існують розбіжності щодо мінімального критичного (нормативного) значення коефіцієнта автономії. Одні вважають, що загальна сума заборгованості не повинна перевищувати суму власних джерел фінансування, тобто

джерела фінансування підприємства (загальна сума капіталу) мають бути хоча б наполовину сформовані за рахунок власних коштів. Отже, критичне значення коефіцієнта автономії повинно становити 0,5⁸. Крім того, за таких обставин підприємство може всі свої зобов'язання покрити за рахунок власних джерел⁹. Інші автори¹⁰ вважають, що мінімальне значення коефіцієнта автономії має становити 0,6.

Слід зауважити, що в зарубіжній практиці існують різні думки щодо рівня залучення позикових коштів. Найпоширенішою теж є думка про те, що частка власного капіталу має бути не меншою за 0,6 (60%). Вважається, що у підприємство з високою часткою власного капіталу кредитори охочіше вкладають кошти, оскільки воно з більшою ймовірністю може погасити борги за рахунок власних джерел. Однак це не скрізь так: наприклад, японським компаніям властива висока частка залученого капіталу (до 90%), а значення цього показника в Японії в середньому на 58% вище, ніж, скажімо, в американських корпораціях. Це пояснюється тим, що інвестиції в цих країнах мають різну природу: у США основний потік інвестицій надходить від населення, в Японії — від банків. Високе значення коефіцієнта концентрації залученого капіталу свідчить про великий ступінь довіри до корпорації з боку банків, а отже, і фінансову надійність. Низьке значення цього коефіцієнта свідчитиме про неспроможність отримати кредити в банку, що є певною пересторогою для інвесторів і кредиторів¹¹.

Американські вчені Р. Брейлі та С. Майерс вважають, що немає правильного, “від Бога”, коефіцієнта боргового навантаження, але якщо б він і був, то постійно змінювався б. Можливо, що динамічний розвиток фінансових інструментів, який полегшив доступ фірм до фінансових ринків і надав можливість хеджувати операційні ризики, призвів до того, що підприємства отримали можливість мати високі коефіцієнти боргового навантаження без збільшення ризику чи виникнення фінансових труднощів¹².

Проте, як свідчать дані табл. 2, значення показника може варіювати залежно від виду діяльності й навіть стадії життєвого циклу підприємства. Встановлення

⁸ Білик М.Д., Павловська О.В., Прутуляк Н.М., Невмержицька Н.Ю. Фінансовий аналіз: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 318; Михайлюк О. Як читати і аналізувати фінансову звітність: Посіб. для членів наглядових рад та керівників акціонерних товариств. — К.: ІФС Міжнародна Фінансова Корпорація, 2004. — С. 63; Костюк В.О. Техніко-економічний аналіз діяльності підприємств міського господарства: Навч. посіб. — 3-тє вид., перероб. і доп. — Х.: ХНАМГ, 2006. — С. 188.

⁹ Мних Є.В. Економічний аналіз: Підруч. — К.: ЦНЛ, 2003. — С. 166; Шевченко К. Фінансовий аналіз підприємства — важливий чинник при прийнятті рішень щодо фінансового лізингу // Лізинг в Україні. — 2005. — № 2. — С. 9.

¹⁰ Див.: Павловська О.В., Прутуляк Н.М., Невмержицька Н.Ю. Фінансовий аналіз: Навч.-метод. посіб. для самостійного вивчення дисципліни. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 215; Азаренкова Г.М., Дудінова А.П. Оптимальні напрямки підвищення фінансової стійкості та ліквідності підприємства // Коммунальное хозяйство городов. — 2007. — № 77. — С. 434.

¹¹ Болух М.А., Бурчевський В.З., Горбатов М.І. та ін. Економічний аналіз: Навч. посіб. / За ред. акад. НАНУ, проф. М.Г. Чумаченка. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 239.

¹² Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. — М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997. — С. 359.

мінімально прийнятної значення є суто індивідуальним для конкретного підприємства.

Другий показник фінансової стійкості підприємства — коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів — тісно пов'язаний із попереднім і показує, скільки позикових коштів припадає на одиницю власного капіталу, або у скільки разів обсяг позикового капіталу перевищує обсяг власного. На досліджуваному підприємстві спостерігалось поступове зниження цього показника в динаміці від 6,98 у 2006 році до 3,75 у 2008-му, що свідчить про послаблення залежності підприємства від кредиторів.

Коефіцієнт маневреності власних коштів показує, яка частина власного капіталу використовується для фінансування поточної діяльності, тобто є вкладеною в оборотні кошти. У ТОВ “Дукат” протягом зазначеного періоду хоча і спостерігалось поступове його зростання, але він мав від’ємне значення. Це означає, що власного капіталу не вистачає не лише для фінансування оборотних активів, а й навіть частина необоротних активів фінансується за рахунок поточних зобов’язань. Така ситуація є дуже небезпечною й загрозливою для платоспроможності підприємства через часову невідповідність строків використання поточних зобов’язань і періоду вилучення коштів з обороту.

Останній, четвертий показник — коефіцієнт концентрації позикового капіталу — фактично є “дзеркальним відображенням” коефіцієнта автономії. Зменшення цього коефіцієнта свідчить про збільшення частки фінансування підприємства за рахунок власного капіталу.

Для остаточної оцінки ефективності структури капіталу ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки розрахуємо ефект фінансового левереджу (важеля), який показує, на скільки відсотків підвищується рентабельність власного капіталу підприємства за рахунок залучення в господарський оборот позикового капіталу¹³.

Щоб розрахувати ефект фінансового левереджу, потрібно додатково розрахувати середній розмір процентів за кредит, які підприємство сплачує за використання позикового капіталу. Це будуть середньозважені величини, які ми розрахуємо таким чином: процентну ставку за окремий кредит (у %) множимо на частку (у десятковому дробі) даного кредиту у структурі банківських кредитів і додаємо ці значення по кожному виду кредиту. Дані для розрахунку містяться в раніше опублікованому нами матеріалі¹⁴.

Таким чином, середній розмір процентів за використовувани підприємством кредити дорівнюватиме: за 2006 рік: $16 \cdot 0,17 + 16 \cdot 0,28 + 15 \cdot 0,55 = 15,5 \%$, за 2007-й: $16 \cdot 0,17 + 15 \cdot 0,63 = 15,4 \%$, за 2008 рік: $22,85 \cdot 0,55 + 17,35 \cdot 0,45 = 20,4 \%$.

¹³ Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Зазнач. праця. — С. 289.

¹⁴ Пойда-Носик Н.Н., Петришинець Л.В. Управління вартістю і структурою капіталу підприємства як елемент фінансової безпеки // Фінанси України. — 2010. — № 6 — С. 117—124.

Розрахунок ефекту фінансового важеля за методикою Л.О. Коваленко та Л.М. Ремньової¹⁵ для ТОВ “Дукат” наведено в табл. 4.

Таблиця 4. Порядок розрахунку ефекту фінансового важеля для ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки (станом на кінець року)

Показник	2006	2007	2008
Загальна сума капіталу (активів) (б.р. 280), тис. грн	4905,5	5974,0	7184,0
Власний капітал (б.р. 380), тис. грн	614,6	907,0	1513,0
Позиковий капітал (б.р. 480 + б.р. 620), тис. грн	4290,9	5067,0	5671,0
Валовий прибуток (Ф2, р. 050), тис. грн	798,9	1498,0	2740,0
Коефіцієнт валової рентабельності активів (р. 4 : р. 1), %	16,3	25,1	38,1
Середній розмір процентів за кредит, %	15,5	15,4	20,4
Ставка податку на прибуток	0,25	0,25	0,25
Ефект фінансового левереджу (1 – р. 7) · (р. 5 – р. 6) · р. 3 / р. 2, %	4,2	40,6	49,8

Як видно з даних табл. 4, використання позикового капіталу сприяло зростанню рентабельності власного капіталу у 2006 році на 4,2%, у 2007-му — на 40,6%, у 2008 році — на 49,8%. Причиною такого стрімкого зростання ефекту фінансового важеля у 2007 році було зростання коефіцієнта валової рентабельності активів. Диференціал фінансового левереджу становив 9,7 (25,1 – 15,4), у 2006 році — усього 0,8 (16,3 – 15,5). Отже, додаткове залучення позикового капіталу підприємством є дуже позитивним із точки зору підвищення його прибутковості. І хоча висока частка позикових коштів у структурі капіталу ТОВ “Дукат” у 2006—2008 роках, з одного боку, була свідченням зростання фінансового ризику в частині погіршення фінансової стійкості підприємства, проте, з другого боку, додаткове залучення позикового капіталу дало можливість підприємству отримати високі прибутки. Тож можна зробити висновок, що керівництво підприємства орієнтується на отримання високих прибутків у короткостроковому періоді, що однак не завжди є ефективним. Хоча в такому мінливому середовищі, яке притаманне нашій державі, стратегічне планування розвитку підприємства матиме дуже прогнозний характер.

Таким чином, з точки зору структури капіталу надмірне використання підприємством позикового капіталу створює загрозу фінансовій безпеці та генерує ризик банкрутства. Було б краще більшою мірою використовувати власний капітал, хоча тоді знижуватиметься фінансова рентабельність підприємства. Тому важливим і актуальним напрямом досліджень є оптимізація структури капіталу, яка дасть змогу забезпечити найефективнішу пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності й коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства.

Оптимальну структуру капіталу підприємства можна формувати, виходячи з цілей, які планується досягти у процесі оптимізації. Основними з них можуть бути:

¹⁵ Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Зазнач. праця. — С. 289, 290.

- максимізація рівня фінансової рентабельності;
- мінімізація вартості капіталу;
- мінімізація рівня фінансових ризиків.

Механізми визначення оптимальної структури капіталу за цими критеріями детально розглянуто вітчизняними авторами¹⁶. Сутність їх зводиться до такого. Якщо менеджери ставлять за мету максимізувати фінансову рентабельність компанії, то при різних варіантах структури капіталу обирається той, за якого показник рентабельності власного капіталу буде найвищим. Якщо метою є мінімізація вартості капіталу (тобто витрати, пов'язані із залученням фінансових ресурсів), то з різних варіантів обирається та структура капіталу, за якої показник середньозваженої вартості капіталу буде найменшим. У разі мінімізації рівня фінансових ризиків розглядаються три підходи до фінансування активів (консервативний, помірний і агресивний) та вибирається варіант структури капіталу, що забезпечує прийнятний рівень фінансового ризику для даного підприємства.

Враховуючи той факт, що досліджуване нами підприємство має високу частку недорогих позикових коштів (а саме безоплатних товарних кредитів), то перші дві цілі досягатимуться при зростанні частки позикового капіталу у структурі джерел фінансування. Адже залучення позикового капіталу за умови ефективного його використання з метою збільшення прибутку від операційної діяльності завжди приводить до зростання рентабельності власного капіталу. При зростанні частки відносно недорогих ресурсів у структурі джерел фінансування середньозважена ціна всіх ресурсів зменшуватиметься.

Максимальна фінансова рентабельність підприємства та мінімальні витрати — це лише один “бік медалі”. Не слід забувати про фінансову стійкість. Звісно, підприємство може залучити максимальний обсяг позикових коштів і досягнути високого рівня фінансової рентабельності. Проте фінансовий менеджер повинен враховувати всі фактори, які впливають на діяльність підприємства, оскільки за надмірного обсягу позикового капіталу та несприятливих умов діяльності (зниження попиту на продукцію, затримка розрахунків тощо) підприємство буде неспроможне виконати свої фінансові зобов'язання. Велика частка позикових коштів, за твердженням В.М. Опаріна¹⁷, ускладнює фінансову діяльність підприємства, зменшує ліквідність його балансу, підвищує фінансовий ризик. Тому доцільним буде визначення оптимальної структури капіталу підприємства за критерієм мінімізації ризиків.

Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків пов'язана з процесом вибору джерел фінансування різних складових активів підприємства. За умови трьох підходів до фінансування активів підприємства

¹⁶ Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Значач. праця. — С. 303—305.

¹⁷ Опарін В.М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посіб. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 89.

(консервативний, помірний і агресивний) найвища фінансова стійкість, звичайно, забезпечується при консервативному підході, коли за рахунок власного капіталу й довгострокових активів фінансуються необоротні активи, постійна частина оборотних активів і половина змінної частини оборотних активів. Але оскільки досліджуване підприємство займається не виробництвом, а торгівлею, має низьку частку власного капіталу, то за оптимальний, з точки зору мінімізації ризиків, можна взяти помірний (компромісний) підхід щодо фінансування активів підприємства. Нагадаємо, що за цим підходом змінна частина оборотних активів фінансується за рахунок короткострокового позикового капіталу, а постійна частина оборотних коштів і необоротні активи — за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу.

Перш ніж визначити оптимальну структуру капіталу за цим критерієм, потрібно визначити постійну та змінну частини оборотних коштів підприємства.

Як стверджують Л.О. Коваленко та Л.М. Ремньова, постійна частина оборотних активів — це мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення поточної операційної діяльності¹⁸. Для її визначення потрібно розглянути помісячну динаміку обсягу оборотних активів за певний період. Найменший обсяг оборотних коштів і буде їх постійною частиною. Помісячний обсяг оборотних активів досліджуваного підприємства наведено в табл. 5 (визначено за даними оборотно-сальдових відомостей).

Таблиця 5. Помісячний обсяг оборотних активів ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки, тис. грн

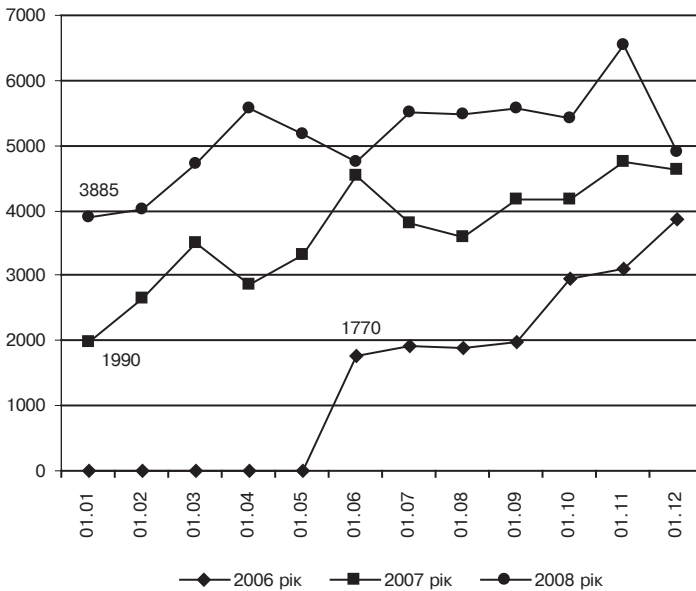
Рік	01.01	01.02	01.03	01.04	01.05	01.06	01.07	01.08	01.09	01.10	01.11	01.12
2006	—	—	—	—	—	1770	1927	1885	1992	2966	3098	3863
2007	1990	2643	3486	2855	3319	4526	3803	3601	4176	4162	4754	4613
2008	3885	4027	4728	5569	5182	4733	5495	5490	5572	5418	6543	4907

Найменший обсяг оборотних активів ТОВ “Дукат” у 2006 році був у червні і становив 1770 тис. грн (рис.). У 2007 і 2008 роках найменше оборотних активів підприємство використовувало в січні (відповідно 1990 тис. і 3885 тис. грн). Отже, постійна частина оборотних активів становила: у 2006 році — 1770 тис. грн, у 2007-му — 1990 тис., у 2008 році — 3885 тис. грн.

Виходячи з цих даних, на основі помірнього підходу визначимо оптимальну структуру капіталу для ТОВ “Дукат” за критерієм мінімізації ризиків (табл. 6).

Як видно з даних табл. 6, за критерієм мінімізації фінансових ризиків оптимальне співвідношення часток власного та позикового капіталу підприємства у 2006 році становило 56,2:43,8, у 2007-му — 56,1:43,9, у 2008 році — 82,4:17,6. Причиною різкої зміни оптимального співвідношення власного та позикового капіталу у 2008 році було різке зростання постійної частини оборотних активів, яке

¹⁸ Коваленко Л.О., Ремньова Л.М. Зазнач. праця. — С. 195.



Джерело: складено автором за даними звітності підприємства.

Рис. “Сезонні коливання” обсягу оборотних активів ТОВ “Дукат” за 2006–2008 роки, тис. грн

Таблиця 6. Порядок визначення оптимальної структури капіталу ТОВ “Дукат” за 2006–2008 роки за критерієм мінімізації фінансових ризиків

Показник	2006	2007	2008
Загальна сума активів (б.р. 280), тис. грн	4905,5	5974,0	7184,0
Необоротні активи (б.р. 080), тис. грн	984,6	1360,5	2031,0
Постійна частина оборотних активів, тис. грн	1770,0	1990,0	3885,0
Власний капітал + довгостроковий позиковий капітал (р. 2 + р. 3), тис. грн	2754,6	3350,5	5916,0
Короткостроковий позиковий капітал (р. 1 — р. 2), тис. грн	2150,9	2623,5	1268,0
Частка власного капіталу $([р. 4 / р. 1] \cdot 100)$, %	56,2	56,1	82,4
Частка позикового капіталу $([р. 5 / р. 1] \cdot 100)$, %	43,8	43,9	17,6

повинно було бути забезпечене відповідним зростанням власних джерел фінансування.

Порівняння даних табл. 6 і 1 дає підстави стверджувати, що фактична структура капіталу є далекою від оптимальної. Тактика фінансової діяльності ТОВ “Дукат” орієнтована на максимізацію прибутків у короткостроковому періоді, без урахування при цьому рівня фінансового ризику. З метою забезпечення стратегічного розвитку підприємства на перспективу доцільно скоротити частку позикового капіталу в загальній структурі фінансових ресурсів і більшою мірою використовувати власний капітал для фінансування своєї діяльності.

Таким чином, оцінка ефективності структури капіталу й визначення оптимального для конкретного підприємства співвідношення між власним і позиковим капіталом дають змогу оцінити фінансовий ризик, на який наражається підприємство у процесі діяльності, і створити необхідний рівень фінансової безпеки в майбутньому. Головна умова фінансової безпеки підприємства — здатність протистояти загрозам, які можуть завдати йому фінансових збитків, небажано змінити структуру капіталу або призвести до примусової ліквідації підприємства. Для забезпечення цієї умови підприємство повинно підтримувати фінансову стійкість, рівновагу, забезпечуючи достатню фінансову незалежність і гнучкість при прийнятті фінансових рішень. Розв'язання цих завдань можливе за умови розробки ефективної системи моніторингу фінансової стійкості й безпеки підприємства. Остання розглядається як синтез аналізу, контролю і планування та займає особливе місце в системі управління підприємством. Ефективна система моніторингу дасть змогу попередити банкрутство і кризові ситуації на підприємстві.