

**Пойда-Носик Н.Н.**,  
кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів  
Ужгородського національного університету

**Петришинець Л.В.**,  
аспірант кафедри фінансів  
Ужгородського національного університету

## УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ І СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ЕЛЕМЕНТ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ

*Розкрито теоретичні і практичні аспекти визначення вартості і структури капіталу підприємства та особливостей управління ними з метою формування фінансової безпеки господарюючого суб'єкта в сучасних умовах. Зроблено оцінку ефективності управління структурою капіталу підприємства з позиції мінімізації витрат фінансування.*

*The article is devoted to theoretical and practical aspects of cost and capital structure estimation with the purpose of developing financial security of an enterprise. The author evaluates the capital structure of an enterprise from the point of financing expenditures minimization.*

**Ключові слова:** фінансова безпека, вартість капіталу, середньозважена вартість капіталу, структура капіталу, власний капітал, позиковий капітал.

У зв'язку зі складністю й різноманітністю зовнішніх і внутрішніх фінансових відносин суб'єктів господарювання, посиленням конкуренції на фінансових і товарних ринках є потреба у високоєфективному управлінні фінансами підприємств, що є необхідною умовою формування їх фінансової безпеки. Таке управління забезпечується завдяки детальному аналізу вартості і структури капіталу підприємства.

Питання управління вартістю і структурою капіталу підприємства особливо актуальне сьогодні, в період світової фінансової кризи: виважене управління вартістю і структурою капіталу в період нестабільності допоможе мінімізувати витрати із залучення джерел фінансування, підвищити прибутковість, не втративши при цьому фінансової стійкості підприємств, а в кінцевому підсумку — забезпечити фінансову стабілізацію у країні.

Сучасні умови господарювання вносять свої корективи в методичні підходи до оцінки вартості капіталу й ефективності управління структурою капіталу як елементу фінансової безпеки підприємства. У зв'язку з цим метою статті є дослідження практичних аспектів оцінки та управління вартістю і структурою капіталу підприємства в нинішніх економічних умовах.

Загалом термін “фінансова безпека підприємства” є порівняно новим у сучасній господарській практиці. Це комплексне поняття, що формується під впливом багатьох факторів. На нашу думку, основними складовими фінансової безпеки

підприємства є фінансова стійкість, ліквідність, платоспроможність та прибутковість діяльності. Це, по суті, показники фінансового становища, рівень яких оцінюється на підставі даних фінансової звітності та відображає тільки поверхневі процеси, тобто наслідки управління фінансами підприємства. Водночас глибокі процеси, які впливають на ці результати, залишаються поза увагою аналітиків. Одним із факторів фінансової стійкості підприємства і прямого впливу на його фінансову безпеку є ефективне управління вартістю і структурою капіталу.

Оскільки дослідження сутності поняття “капітал” не є завданням авторів цієї статті, ми обмежимося розумінням його як частини фінансових ресурсів, що використовуються в господарській діяльності для одержання прибутку, розвитку підприємства, розширеного відтворення (частина фінансових ресурсів, яка не приносить прибуток, наприклад кошти, вкладені в наднормативно сформовані запаси, невмонтоване обладнання тощо, не є капіталом). Якщо припустити, що всі фінансові ресурси підприємства використовуються в господарській діяльності з метою одержання прибутку, то капітал дорівнюватиме обсягу фінансових ресурсів. У зв’язку з цим увесь капітал, залучений у господарський оборот підприємства, за джерелами формування відображений у пасиві, а за напрямками його використання — в активі балансу.

Управління капіталом (пасивом балансу) здійснюється з допомогою оцінки його вартості. Вартість капіталу — це ціна, що її підприємство платить за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу<sup>1</sup>. Так, ціною власного капіталу буде “грошовий дохід, який сподіваються отримати власники простих акцій”<sup>2</sup>, а ціною позикового капіталу — проценти за кредит, купонний процент за облігацією тощо.

У цілому вартість капіталу підприємства як узагальнюючий показник ціни всіх ресурсів можна розглядати з таких позицій:

1) для підприємства, що залучає кошти (як власні, так і позикові), це, зокрема, плата за користування фінансовими ресурсами, тобто рівень витрат фінансування;

2) для інвестора це рівень дохідності, очікуваний ним від вкладення капіталу в дане підприємство;

3) в разі залучення позикових коштів це мінімальний рівень рентабельності, який має забезпечити підприємство для беззбиткової діяльності.

Більшість підприємств України зазнають великих труднощів із джерелами фінансування та не можуть сформувати раціональну структуру капіталу. Складність фінансових рішень полягає у визначенні необхідного розміру капіталу для формування основних і оборотних активів підприємства та фондів споживання,

---

<sup>1</sup> Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С. 607.

<sup>2</sup> Савчук В.П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент. — К.: Максимум, 2006. — С. 724.

оскільки це безпосередньо пов'язано з ціною, яку треба платити за використання фінансових ресурсів.

Під структурою капіталу підприємства ми розуміємо співвідношення власних і позикових джерел фінансування, а також частки окремих видів джерел капіталу в його загальній сумі, котрі формуються у процесі здійснення господарської діяльності підприємства. Проблема структури капіталу виникла в теорії і практичній господарській діяльності українських підприємств порівняно недавно. При цьому основна увага приділялася не джерелам фінансування активів, а окремим видам основних і оборотних активів, що різко знижувало ефективність прийняття фінансових рішень. Із переходом економіки України на ринковий шлях розвитку й особливо сьогодні, в період світової фінансової кризи, постала потреба у визначенні ефективної структури джерел фінансування активів.

Виходячи з того, що виробнича й фінансова діяльність підприємства починається з формування фінансових ресурсів, які є передумовою для стабільного виробництва та його постійного зростання, можна погодитися із твердженням В.М. Опаріна, що в ринкових умовах виграє той, хто зуміє залучити більше ресурсів із найменшими затратами<sup>3</sup>. Отже, треба вміти визначати ціну джерел фінансування з метою підвищення ефективності управління витратами і структурою капіталу.

Щоб визначити ціну фінансових ресурсів, тобто вартість капіталу підприємства, потрібно виділити в його загальній структурі ті елементи, які підлягають оцінці. Для цього у власному й позиковому капіталі виокремлюються складові, що мають свою вартість, тобто за використання яких підприємство платить власникам фінансових ресурсів. Потім оцінюється вартість кожного джерела з урахуванням усіх затрат на його залучення, а після цього визначається загальна вартість капіталу, котра характеризує середній рівень витрат на підтримання певної структури джерел фінансування. Джерелами фінансування, що мають свою вартість і підлягають оцінці, у складі власного капіталу є додаткові внески власників (або додатково залучений акціонерний капітал) та нерозподілений прибуток, у складі позикового капіталу — банківський кредит, фінансовий лізинг, облігаційна позиція, товарний кредит, внутрішня кредиторська заборгованість.

Показник вартості власного капіталу відображає віддачу на вкладений у діяльність підприємства капітал та може бути використаний для прогнозування ринкового курсу акцій, а отже, ринкової вартості підприємства. У світовій практиці існує кілька моделей визначення вартості власного капіталу: модель прогнозованого зростання дивідендів; цінова модель капітальних активів (*Capital Assets Price Model* — *CAPM*); модель прибутку на акцію; модель премії за ризик; модель визначення вартості щойно залученого капіталу; модель визначення вартості привілейованих акцій<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Опарін В.М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посіб. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 89.

<sup>4</sup> Савчук В.П. Зазнач. праця. — С. 724—729.

Перелічені моделі можна умовно поділити на 2 групи: 1) моделі, які базуються на використанні інформації про ринковий курс акцій (прогнозованого зростання дивідендів, прибутку на акцію, визначення вартості щойно залученого капіталу та вартості привілейованих акцій); 2) моделі, що базуються на використанні інформації про рівень ризиковості активів (CAPM і модель премії за ризик). Як правило, вони використовуються для оцінки вартості капіталу інвестиційного проекту.

Слід зазначити, що до підприємств акціонерної форми господарювання правомірно застосовувати моделі обох груп, тоді як до інших форм господарювання можуть бути адаптовані тільки деякі з них. Зокрема, як зазначає В.П. Савчук, для державних підприємств, котрі функціонують в умовах самофінансування, більше підходить модель прибутку на акцію<sup>5</sup>.

Проведемо оцінку вартості окремих джерел фінансування підприємства ТОВ “Дукат”. Для побудови аналітичних таблиць використані дані річної фінансової звітності та внутрішня інформація з управлінського обліку (в тому числі кредитних договорів, договорів постачання і страхування майна) підприємства за 2006—2008 роки.

За існуючими у фінансовому менеджменті методиками оцінимо вартість позикового капіталу ТОВ “Дукат” за вказаний період. Позиковий капітал характеризує сукупний обсяг зобов’язань суб’єктів господарювання або загальну суму боргу, визначення його вартості сприятиме кращому вибору джерел фінансування. Оскільки основними елементами позикового капіталу даного підприємства протягом досліджуваного періоду були банківський, товарний кредити та внутрішня кредиторська заборгованість, визначимо вартість саме цих джерел.

Розрахуємо вартість банківського кредиту на основі інформації із кредитних і страхових договорів ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки (табл. 1).

Як видно з табл. 1, підприємство кредитується у двох банківських установах — ТОВ КБ “Коопінвестбанк” і АКБ “Промінвестбанк”. У 2006 році ТОВ “Дукат” узяло кредит у КБ “Коопінвестбанк” на суму 300 тис. грн на купівлю земельної ділянки та іншу статутну діяльність під 16 % річних. Також підприємству були відкриті дві кредитні лінії: в КБ “Коопінвестбанк” — із максимальним лімітом заборгованості 500 тис. грн під 16 % річних у цьому ж банку (на поповнення обігових коштів) та в КБ “Промінвестбанк” — із максимальним лімітом заборгованості 1500 тис. грн під 15 % річних. При цьому мали місце додаткові витрати, пов’язані з отриманням кредиту в КБ “Промінвестбанк”, оскільки треба було укласти договори страхування застави (адмінбудівель і складу-гаража — страхова премія становить 2416,5 грн на рік — та товару в обороті — страхова премія — 2048,88 грн). Страховий тариф і загальна сума страхування за аналізований період не змінювалися.

У 2006 році найдешевшим джерелом фінансування для підприємства була кредитна лінія КБ “Промінвестбанк”, адже вартість цього джерела була найменшою —

---

<sup>5</sup> Савчук В.П. Зазнач. праця. — С. 727.

Таблиця 1. Порядок розрахунку та динаміка вартості банківського кредиту ТОВ “Дукат” за 2006—2008 роки (на кінець року)

Показник	2006	2007	2008
Довгострокові кредити банків, тис. грн	—	—	—
Короткострокові кредити банків, тис. грн:			
— кредит у КБ “Коопінвестбанк”	300	—	—
— кредитна лінія в КБ “Коопінвестбанк”	500	500	1400
— кредитна лінія в КБ “Промінвестбанк”	1500	1500	1500
Ставка процента за кредит, %:			
— у КБ “Коопінвестбанк”	16	16	22,85
— у КБ “Промінвестбанк”	15	15	17,35
Додаткові затрати щодо залучення кредиту, тис. грн:			
— за кредитом у КБ “Коопінвестбанк”	—	—	—
— за кредитом у КБ “Промінвестбанк”	4,465	4,465	4,465
Вартість кредиту, %:			
— кредиту в КБ “Коопінвестбанк” р.3.1·(1 - 0,25)/(1 - р.4.1 / р.2.1)	12	—	—
— кредитної лінії в КБ “Коопінвестбанк” р.3.1·(1 - 0,25)/(1 - р.4.1 / р.2.2)	12	12	17
— кредитної лінії в КБ “Промінвестбанк” р.3.2·(1 - 0,25)/(1 - р.4.2 / р.2.3)	11	11	13

11 % (звичайно, через нижчу процентну ставку, ніж по двох інших кредитах). У 2007-му ТОВ “Дукат” мало тільки два кредити (у формі кредитної лінії). Їх вартість не змінилась, оскільки кредитні лінії були продовжені на тих самих умовах — з такими ж процентними ставками й максимальним лімітом заборгованості. У 2008-му ситуація дещо змінилась. У зв’язку з фінансовою кризою процентні ставки за кредитами комерційних банків зросли. Так, КБ “Коопінвестбанк” змінив річну процентну ставку з 21 % на 23 % у листопаді, а КБ “Промінвестбанк” — ще у квітні. Тож ми визначили середньорічне значення цих ставок:

- для КБ “Коопінвестбанк”:  $21\% \cdot 1/12 + 23\% \cdot 11/12 = 1,75 + 21,1 = 22,85\%$ ;
- для КБ “Промінвестбанк”:  $15\% \cdot 5/12 + 19\% \cdot 7/12 = 6,25 + 11,1 = 17,35\%$ .

Як наслідок, різко зросла розрахункова вартість кредиту КБ “Коопінвестбанк” — із 12 % у 2007 році до 17 % у 2008-му. Також збільшилася вартість кредиту в КБ “Промінвестбанк”, хоч і меншою мірою (з 11 % у 2007 році до 13 % у 2008-му).

Протягом аналізованого періоду ТОВ “Дукат” користувалося також товарними кредитами у формі короткострокової відстрочки платежу. Зовні ця форма кредиту виглядає як безплатна фінансова послуга, що надається постачальником покупцеві. Але насправді це не так. Вартість кожного такого кредиту оцінюється розміром цінової знижки та обчислюється за формулою:

$$V_{\text{тк}} = ЦЗ \cdot 360 \cdot (1 - C_{\text{пп}}) / P_{\text{в}}$$

де  $V_{\text{тк}}$  — вартість товарного кредиту, у %;

ЦЗ — цінова знижка, у %;

$C_{\text{пп}}$  — ставка податку на прибуток, у десятковому дробі;

$P_{\text{в}}$  — період відстрочки платежу, у днях.

Як свідчить практика, в багатьох випадках на перший погляд безплатний товарний кредит є чи не найдорожчим за вартістю джерелом залучення позикового капіталу. Часто вигідніше взяти банківський кредит для негайної оплати продукції й отримати відповідну цінову знижку, ніж користуватися такою формою товарного кредиту<sup>6</sup>.

ТОВ “Дукат” є офіційним дистриб’ютором ДП “Сантрейд” (ТМ “Олейна”) і ТОВ “Нестле Україна” (ТМ “Торчин”) у Закарпатській області, співпрацює з іншими постачальниками. Із 22-х постачальників тільки ДП “Сантрейд” надавало ТОВ “Дукат” цінову знижку (0,8 % з періодом відстрочки платежу до 15-ти днів). Вартість товарного кредиту по цьому постачальнику протягом 2006—2008 років не змінювалась і дорівнювала 14,4 % ( $0,8 \cdot 360 \cdot (1 - 0,25)/15$ ), а по всіх інших постачальниках — нулю (безплатне джерело фінансування).

Порівнюємо вартість кредиту по ДП “Сантрейд” із вартістю банківського кредиту (табл. 1) та визначимо ефективність використання товарного кредиту. Протягом 2006 і 2007 років вартість даного товарного кредиту перевищувала вартість банківського, тому для фірми вигіднішим було взяти короткостроковий банківський кредит для негайного розрахунку за поставлену продукцію й одержати цінову знижку. У 2008 році підприємство також мало можливість отримати банківський кредит за вартістю, нижчою 14,4 %, й цим самим скоротити витрати на фінансування своєї діяльності. Таким чином, використання товарного кредиту є дуже вигідним для досліджуваного підприємства, оскільки переважна його частина — безплатне джерело фінансування.

Вартість внутрішньої кредитної заборгованості (поточні зобов’язання за розрахунками) береться за нульовою ставкою, оскільки є безплатним видом позикового капіталу<sup>7</sup>.

Оцінка вартості окремих елементів позикового і власного капіталів дає підстави для розрахунку узагальненого показника — середньозваженої вартості капіталу. Цей показник являє собою середньозважену післяподаткову “ціну”, в яку підприємству обходяться власні й позикові джерела фінансування<sup>8</sup>. Розрахуємо її значення для ТОВ “Дукат” (табл. 2).

Середньозважена вартість капіталу ТОВ “Дукат” протягом 2006 і 2007 років зросла на 2,1 в. п. (з 5,5 % до 7,6 %), а за 2008-й — аж на 7,4 в. п. (із 7,6 % до 15 %). Причиною цього стало збільшення вартості й частки окремих джерел фінансування, зокрема нерозподіленого прибутку і кредиту в КБ “Коопінвестбанк”. Так, вартість нерозподіленого прибутку зросла з 16,7 % у 2006 році до 40,1 % у 2008-му, що було спричинене збільшенням обсягу прибутку (у зв’язку з розширенням діяльності) та виручки від реалізації.

---

<sup>6</sup> *Бланк И.А.* Финансовый менеджмент: Уч. курс. — 2-е изд., перераб. и доп. — К.: Эльга; Ника-Центр, 2004. — С. 278.

<sup>7</sup> *Там само.* — С. 279.

<sup>8</sup> *Финансовый менеджмент: теория и практика: Учеб. / Под. ред. О.С. Стояновой.* — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Перспектива, 2000. — С. 247.

Таблиця 2. Порядок розрахунку й динаміка середньозваженої вартості капіталу ТОВ “Дукат” за 2006–2008 роки (на кінець року)

Показник	2006		2007		2008		Зміна вартості (+, -)		Зміна частки (+, -)	
	Вартість, %	Частка, %	Вартість, %	Частка, %	Вартість, %	Частка, %	2007/2006	2008/2007	2007/2006	2008/2007
Нерозподілений прибуток	16,7	5,7	32,3	10,2	40,1	16,9	+15,6	+7,8	+4,5	+6,7
Короткострокові кредити банків:										
— кредит у КБ “Коопінвестбанк”	12,0	6,6	—	—	—	—	—	—	-6,6	—
— кредитна лінія в КБ “Коопінвестбанк”	12,0	11,0	12,0	9,3	17,0	27,1	—	+5	-1,7	+17,8
— кредитна лінія в КБ “Промінвестбанк”	11,0	22,0	11,0	15,6	13,0	21,9	—	+2	-6,4	+6,3
Товарний кредит:										
— по ДП “Сантрейд”	14,4	0	14,4	10,6	14,4	5,4	—	—	+10,6	-5,2
— по інших постачальниках	0	54,7	0	53,7	0	27,6	—	—	-1,0	-26,1
Внутрішня кредиторська заборгованість	0	0	0	0,6	0	1,1	—	—	+0,6	+0,5
Середньозважена вартість капіталу (СВК) СВК = $\sum$ (вартість окремого джерела × частка даного джерела в їх загальній сумі)	5,5 %		7,6 %		15,0 %		+2,1	+7,4	—	—

Як видно з табл. 2, найдорожчим джерелом фінансування ТОВ “Дукат” у досліджуваній період був нерозподілений прибуток, оскільки його вартість визначається очікуваним використанням такого прибутку в наступному періоді для виплати доходу власникам.

Найдешевшим джерелом фінансування, якщо не враховувати джерел із нульовою вартістю, були банківські кредити. У 2006 і 2007 роках вартість цього джерела для підприємства не змінювалася. Тільки у 2008-му, внаслідок кризових явищ у економіці, й банківській сфері зокрема, вартість таких кредитів зросла у зв’язку із загальним зростанням процентних ставок (табл. 1). Така ситуація з банківськими кредитами зумовлена порівняно низьким рівнем процентних ставок за кредит та наявністю податкової економії (що є перевагою використання позикового капіталу перед власним). Як відомо, проценти за кредит зараховуються до валових витрат підприємства й не оподатковуються.

Для наочності доцільно порівняти середньозважену вартість капіталу ТОВ “Дукат” із середньогалузевим показником (оскільки статистичні дані по Україні відсутні, порівнюємо зі світовими показниками). Середньозважена вартість капіталу в середньому по підприємствах оптової торгівлі у світі за 2006 рік становила 7,4%,

а середня вартість позикового капіталу — 5,95 %<sup>9</sup>. У ТОВ “Дукат” середня вартість позикового капіталу дорівнювала 8,2 % ((12 % + 12 % + 11 % + 14,4 % + 0 % + 0 %)/6), а середньозважена вартість капіталу — 5,5 %. Причиною низького значення цього показника є велика частка (54,7 %) безплатного товарного кредиту у структурі джерел фінансування підприємства. Середнє значення рентабельності власного капіталу підприємств даної галузі у світі становить 14,47 %, а у ТОВ “Дукат” — 16,7 %.

За 2007 і 2008 роки дані про середньогалузеві показники вартості капіталу у світовій практиці відсутні. Втім, виходячи з високого рівня рентабельності власного капіталу ТОВ “Дукат” можна припустити, що в підприємства протягом 2007—2008 років вартість позикового капіталу й середньозважена вартість всього капіталу були також невисокими порівняно із середніми показниками по галузі.

Хоча банківський кредит є одним із найдешевших джерел фінансування підприємства, надмірне його зростання є небезпечним у зв’язку з підвищенням ризику втрати фінансової стійкості й банкрутства. Тому доцільно визначити максимально допустимий розмір банківської ставки за кредит та її вартість для ТОВ “Дукат”.

З огляду на економічну доцільність вважаємо, що ставка за кредитом не повинна перевищувати рівень рентабельності власного капіталу. Тобто, якщо у 2006 році рентабельність власного капіталу ТОВ “Дукат” становила 16,7 % (дорівнювала вартості нерозподіленого прибутку), то й вартість кредиту має бути не більшою. З урахуванням податкової економії (в розмірі ставки податку на прибуток, тобто 25 %) максимальна процентна ставка кредиту не повинна перевищувати таких значень:

— у 2006 році:  $16,7\% / (1 - 0,25) = 22,27\%$ ;

— у 2007 році:  $32,3\% / (1 - 0,25) = 43,07\%$ ;

— у 2008 році:  $40,1\% / (1 - 0,25) = 53,47\%$ .

Дані показники свідчать, що процентні ставки за отриманими ТОВ “Дукат” у 2006—2008 роках кредитами (табл. 1) не перевищили розрахований максимально допустимий рівень. Отже, якщо виходити з передумов, що управління вартістю банківського кредиту полягає в пошуку на фінансовому ринку таких його пропозицій, які мінімізують цю вартість<sup>10</sup>, доходимо висновку: управління джерелами фінансування на підприємстві є ефективним.

Підбиваючи підсумок, можна констатувати, що управління вартістю і структурою капіталу становить як теоретичний, так і практичний інтерес, оскільки визначає результати діяльності підприємства та сприяє його фінансовій безпеці.

---

<sup>9</sup> Сорокин М.Э. Искусство финансирования бизнеса. Программа “Финансовый мастер-класс”. — К.: Международный институт бизнеса, 2008. — С. 17—24.

<sup>10</sup> Бланк И.А. Зазнач. праця. — С. 276.