

---

---

## ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 338.242.2

И. Н. ГРИНЮК,  
*аспирант кафедры учета и аудита  
Ивано-Франковского национального технического университета нефти и газа*

### **СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ И ИСТОЧНИКАМИ ЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (на примере нефтегазовых предприятий Украины)**

*Рассмотрены основные подходы к определению стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования. Сформирована матрица сочетания стратегий управления и финансирования оборотного капитала и установлены его последствия. Проведен анализ основных показателей деятельности четырех нефтегазовых предприятий и определен тип стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования, которые используют эти предприятия.*

**Ключевые слова:** оборотный капитал, стратегии управления оборотным капиталом, стратегии финансирования оборотного капитала.

---

I. N. HRYNIUK,  
*Postgraduate of the Department of Accounting and Audit,  
Ivano-Frankovsk National Technical University of Oil and Gas*

### **STRATEGIES FOR MANAGING THE WORKING CAPITAL AND SOURCES OF ITS FINANCING (on the example of oil and gas enterprises of Ukraine)**

*Basic approaches to determine the strategies for managing the working capital and sources of its financing have been considered. Matrix of combination of management strategies and working capital financing has been formed and consequences of the combination of these strategies are identified. An analysis of the main performance indicators of four oil and gas enterprises was carried out and the type of strategies of management and working capital financing, which these enterprises use, was determined.*

**Keywords:** working capital, working capital management strategies, working capital financing strategies.

Стратегия управления оборотным капиталом предприятия является частью его общей финансовой стратегии, которая заключается в формировании необходимого объема и состава оборотных активов, рационализации и оптимизации структуры источников их финансирования. Стратегия управления оборотным капиталом — это управленческая деятельность, направленная на достижение стратегической цели предприятия через процесс формирования объемов, структуры оборотного капитала, источников его финансирования и стоимости привлечения денежных средств, их эффективное использование [1].

---

© Гринюк Ирина Николаевна (Hryniuk Irina Nikolaevna), 2017; e-mail: ira.hryniuk@gmail.com.

Вопросами разработки теории и практики управления оборотным капиталом и источниками его финансирования занимались многие отечественные ученые, в частности И. Бланк [2], Е. Стоянова [3], Г. Крамаренко [4], А. Садеков [5], А. Роганова [6], и ряд иностранных ученых: Дж.К. ван Хорн [7], В. Ковалёв [8] и другие.

Проблематика стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования описана достаточно широко, однако в некоторых моментах хаотично. Именно поэтому **цель данной статьи** – раскрыть содержание и структуру стратегий финансирования и управления оборотным капиталом нефтегазовых предприятий Украины, определить механизмы их имплементации.

Нами исследованы теоретические основы разделения стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования, практические аспекты их использования на нефтегазовых предприятиях.

Управление как процесс прошло несколько этапов становления на основе: контроля (с 1900-х годов); экстраполяции (с 1950-х годов); предвидения изменений (с 1970-х годов); гибких быстрых решений (с 1990-х годов) [9, с. 30; 10, с. 53; 11]. Например, О. Кузьмин [12] под управлением понимает целенаправленное воздействие на объект для изменения его состояния или поведения в связи с изменением обстоятельств. В. Глушков [13, с. 16] утверждает, что управление означает предвидение изменений, происходящих в системе с началом осуществления управленческого воздействия. Обоснованное определение сущности управления оборотным капиталом дает И. Бланк: “...Управление оборотным капиталом является системой принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с установлением оптимальных размеров его объема и структуры, удовлетворением потребностей предприятия в отдельных его видах и привлечением из разных источников и в различных формах для осуществления хозяйственной деятельности предприятия, обеспечением условий оптимизации процесса его оборачиваемости” [14, с. 69]. О. Пархоменко предлагает трактовать управление оборотным капиталом как систему используемых принципов, методов и способов, с помощью которых принимаются управленческие решения по оптимизации объема, структуры оборотного капитала и источников его финансирования [15]. По нашему мнению, определение, предложенное О. Пархоменко, наиболее четкое и полное и удовлетворяет потребности управленческого персонала. Решения по управлению оборотным капиталом должны быть направлены на установление размера его отдельных элементов, необходимых для осуществления предпринимательской деятельности при их рациональном использовании, с учетом разной природы отдельных компонентов оборотного капитала. Чрезвычайно важным вопросом при управлении оборотным капиталом является поиск оптимальных источников его финансирования.

Разработка стратегии управления невозможна без четкого понимания содержания и проблематики понятия “оборотный капитал” в системе управления предприятием. Этот термин в отечественной литературе встречается редко. Каждый из ученых трактует его содержание по-своему. Следует сказать, что в действующем украинском законодательстве нет определения понятия “оборотный капитал”. Проанализировав существующие определения данного термина, можно обобщить и сформулировать следующее: оборотный капитал – это совокупность материальных активов и денежных средств, которые находятся в постоянном кругообороте с целью обеспечения непрерывности производственного процесса и ликвидности предприятия, меняя свою материальную форму в течение одного операционного цикла [1].

Анализ стратегий и выбор лучшей их комбинации помогут повысить уровень управления предприятием и стоимость компании, ее плато- и конкурентоспособ-

ность. Определив, какую из комбинаций использует предприятие, ее выгоды и потери, можно сделать вывод о целесообразности использования этой комбинации или выбрать другую, которая более приемлема для предприятия и будет способствовать улучшению его финансового положения.

Изучая работы украинских ученых, мы пришли к выводу, что чаще всего в отечественной экономической литературе встречается деление на три основных типа стратегии управления: консервативную, умеренную и агрессивную. *Консервативный подход* предусматривает не только полное удовлетворение текущей потребности во всех их видах, необходимых для нормального прохождения производственной деятельности, но и создание существенных резервов на случай непредвиденных сложностей в процессах снабжения, производства и реализации продукции, гарантирует финансовую устойчивость, платежеспособность, минимизацию операционных рисков, негативно сказывается на эффективности использования оборотного капитала. В результате происходит изъятие значительных сумм из оборота в запасах, дебиторской задолженности и финансовых средствах, что влияет на прибыльность предприятия. *Агрессивный подход* заключается в минимизации всех страховых резервов по отдельным элементам оборотного капитала. При отсутствии сбоев в производственной деятельности такой подход позволяет получить наиболее высокий уровень эффективности использования оборотного капитала. В случае сбоев в процессах снабжения, производства и реализации продукции агрессивный подход может привести к существенным финансовым потерям. Среди всех подходов, применяемых при формировании оборотного капитала, при агрессивном подходе потеря платежеспособности наиболее вероятна. *Умеренный подход* заключается в обеспечении полного удовлетворения потребности во всех составляющих оборотного капитала и создании их средних страховых размеров на случай наиболее типичных сбоев в производственно-сбытовой деятельности предприятия. При использовании данного подхода рентабельность активов, риск неплатежеспособности и период оборачиваемости оборотных активов находятся на средних уровнях.

Сторонниками данного деления являются И. Бланк, А. Стоянова, Г. Крамаренко. При этом каждый из них высказывает свое мнение по поводу содержания стратегий управления оборотным капиталом в зависимости от экономических условий функционирования и отрасли, в которой предприятие работает. Например, И. Бланк под агрессивной стратегией понимает поддержку минимального уровня оборотного капитала. В противовес ему, А. Стоянова поддержку такого уровня оборотного капитала считает консервативной политикой. В свою очередь, Дж.К. ван Хорн утверждает: если считать консерватизм залогом ликвидности, то консервативной признается и политика, которая предусматривает более высокий уровень текущих активов, чем другие. Ряд ученых в своих работах используют расширенную классификацию. Российский исследователь В. Ковалёв и украинский экономист А. Садеков придерживаются единой точки зрения на политику управления оборотным капиталом. Они выделяют четыре ее типа: идеальную, агрессивную, консервативную и компромиссную. А. Роганова, в свою очередь, называет пять видов политики управления: идеальную, агрессивную, умеренную, консервативную, крайне консервативную и стратегию самофинансирования.

Управление запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами и источниками их финансирования должно быть последовательным, всеобъемлющим и созависимым, в противном случае для компании могут возникать определенные угрозы: избыток одних и нехватка других видов запасов; слишком низкий уровень дебиторской задолженности, ограничение продажи или слишком высокий

уровень просроченной дебиторской задолженности; потеря ликвидности или избыточная ликвидность; высокие расходы на содержание отдельных элементов оборотного капитала; повышение расходов за счет упущенных возможностей.

По нашему мнению, вопросы, связанные со стратегиями управления оборотным капиталом, требуют определенного упорядочения: в литературе довольно часто используется обобщенная номенклатура, которая не касается целей управления; агрессивная и консервативная стратегии не являются противоположными; простая замена одной номенклатуры другой недостаточна; введение собственных терминов в подходы к классификации стратегий управления оборотным капиталом не обоснованно; целесообразно модифицировать трактовки существующих подходов. Мы считаем необходимым определить две крайние типичные стратегии и одну промежуточную. Крайними стратегиями будут выступать агрессивная и консервативная, а промежуточной — умеренная:

1) агрессивная стратегия предусматривает, что доля оборотного капитала в активах выше, чем в среднем по отрасли, из-за высокой доли резервирования запасов, денежных средств и их эквивалентов, что приводит к снижению оборачиваемости оборотного капитала, и формирование дебиторской задолженности происходит путем реализации продукции постоянным покупателям с четко установленными сроками оплаты;

2) умеренная стратегия — это "золотая середина" между агрессивной и консервативной стратегиями (доля резервирования запасов незначительна и соответствует потребностям предприятия, часть денежных средств резервируется, свободные денежные средства, которые не будут использованы в текущем периоде, например, в данном месяце, размещаются на депозитных счетах или инвестируются, продукция реализуется любым покупателям на общих условиях);

3) консервативная стратегия предполагает, что доля оборотного капитала в активах ниже, чем в среднем по отрасли, в связи с низкой долей запасов, дебиторской задолженности, денежных средств и их эквивалентов, что приводит к повышению скорости оборота оборотных активов.

Кроме того, стратегии управления источниками финансирования оборотного капитала рекомендуется разделить на три основные: агрессивную, умеренную и консервативную:

1) агрессивная стратегия — когда в структуре объектов финансирования доля оборотного капитала значительно выше, чем в среднем по отрасли, а доля краткосрочных обязательств в источниках финансирования ниже, чем в среднем по отрасли;

2) умеренная стратегия — это "золотая середина" между агрессивной и консервативной стратегиями;

3) консервативная стратегия — когда в структуре источников финансирования доля краткосрочных обязательств значительно выше, а в структуре объектов финансирования доля оборотного капитала ниже, чем в среднем по отрасли.

Путем объединения этих двух классификаций можно получить матрицу, которая содержит девять комбинаций стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования (табл. 1). Использование каждой из этих комбинаций влечет за собой разные последствия.

Сравнивая эти стратегии, можно сделать вывод, что в стратегии АА потребность в капитале и разница между доходами от реализации и денежными поступлениями от нее более значительна, чем в стратегии КК. В то же время при реализации стратегии АА ликвидность активов выше и, как следствие, риск банкротства ниже, чем при использовании стратегии КК, но при этом ниже и стоимость компании. С точки зрения создания стоимости предприятия наиболее выгодным будет сочета-

ние стратегий КУ, КК и УК, нейтральное значение для создания стоимости компании будут иметь стратегии КА, УУ и АК, наименее благоприятными станут стратегии УА, АА и АУ. Первые три комбинации характеризуются низким и средним уровнями запасов, дебиторской задолженности, средств и их эквивалентов, но высокой оборачиваемостью запасов и дебиторской задолженности. В то же время при данных комбинациях стоимость финансирования оборотного капитала за счет чистого оборотного капитала ниже, чем в среднем по отрасли. Следует отметить, что агрессивные решения могут привести к потере ликвидности и банкротству, что повлекло бы за собой разрушения большей части стоимости компании.

Таблица 1

**Комбинации стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования \***

| Стратегии                      |                | управления источниками финансирования оборотного капитала |           |                |
|--------------------------------|----------------|---|-----------|----------------|
|                                |                | Агрессивная   | Умеренная | Консервативная |
| 1                              | 2              | 3   | 4         | 5              |
| управления оборотным капиталом | Агрессивная    | АА  | АУ        | АК             |
|                                | Умеренная      | УА  | УУ        | УК             |
|                                | Консервативная | КА  | КУ        | КК             |

\* Составлено автором.

В сфере управления источниками финансирования оборотного капитала особое внимание следует уделить проблеме их выбора для каждой из составляющих оборотного капитала. Эту проблему можно решить двумя разными способами. Первый основывается на предназначении компонентов оборотного капитала в соответствии с принципом: чем ниже ликвидность актива, тем стабильнее источник его финансирования. Считается, что если величина чистого оборотного капитала положительна, то запасы финансируются за счет соответствующей части чистого оборотного капитала. Если это не так или уровень чистого оборотного капитала недостаточный, то источником финансирования запасов являются краткосрочные кредиты и займы. В случае с дебиторской задолженностью источниками ее финансирования могут быть собственные денежные средства, если уровень чистого оборотного капитала превышает стоимость запасов. Если это условие не выполнено или уровень чистого оборотного капитала слишком низкий, чтобы финансировать запасы и дебиторскую задолженность, нужно привлекать краткосрочные кредиты или денежные средства для погашения кредиторской задолженности.

Наиболее ликвидной составляющей оборотного капитала являются денежные средства и их эквиваленты, которые покрываются за счет наименее постоянных источников финансирования – кредиторской задолженности и других видов обязательств. Такой подход имеет существенное преимущество в определении уровня безопасности активов с точки зрения источника их финансирования и уровня ликвидности компании. Использование данного подхода для установления стоимости содержания отдельных составляющих оборотного капитала может привести к ошибочным выводам и неверным решениям. Этот подход основывается на искусственном предположении, которое не отражает причинно-следственную связь, возникающую во время цикла оборачиваемости на предприятии. Второй подход не имеет таких недостатков и связан с оборотным циклом предприятия. Предназначение источников финансирования основывается на последовательности событий, происходящих на предприятии. Компания, покупая материалы, берет на себя обязательства перед поставщиками. Это означает, что до погашения обязательств за полученные

товары и услуги сначала финансируются запасы материалов, а затем — незавершенное производство и готовая продукция. В зависимости от фактической даты их погашения этот источник можно использовать для финансирования других активов. Если фактическое время оплаты короче времени переработки запасов, то предприятие использует кредитные и заемные средства или средства, предназначенные для погашения других краткосрочных обязательств. Когда величина чистого оборотного капитала положительна, то источником финансирования этих активов также может быть собственный капитал. В ситуации, когда время переработки запасов короче времени погашения обязательств перед поставщиком, источником финансирования будут средства, полученные от погашения дебиторской задолженности. Остальная часть погашенной дебиторской задолженности, которая не предназначалась для погашения обязательств за полученные товары, может быть использована для погашения обязательств по кредитам и займам, налогам и социальному обеспечению. Оставшаяся часть погашенной товарной дебиторской задолженности соответствует запасу, финансируемому за счет собственных денежных средств, а именно из части финансового результата, который был заложен в торговой наценке, и обязательств по налогам. Денежные средства и их эквиваленты финансируются за счет краткосрочных кредитов и займов, других текущих обязательств и части чистого оборотного капитала.

Кратко рассмотрим основные подходы к стратегии управления оборотным капиталом и источниками его финансирования в зарубежной практике. В Польше предприятия используют только две крайние стратегии: агрессивную и консервативную. В США выделяют три рабочие стратегии управления оборотным капиталом и подходы к сочетанию долго- и краткосрочных источников финансирования оборотного капитала предприятия: консервативную, агрессивную и хеджирование. Следует отметить, что украинской практике не присуще использование такой стратегии, как хеджирование, она является достаточно новой и только приобретает популярность.

Нефтегазовая отрасль Украины представлена значительным количеством предприятий — от малых узкоспециализированных (например, геологоразведочных) до крупных ПАО полного цикла. В основном к составляющим оборотного капитала относят денежные средства, дебиторскую задолженность и запасы. Что касается денежных средств и дебиторской задолженности, то нефтегазовая отрасль не имеет никаких особенностей управления данными активами или их финансирования в составе оборотного капитала. Относительно запасов следует отметить, что в зависимости от основного вида деятельности предприятия потребности в запасах различаются, соответственно, различаются и подходы к управлению ими и финансированию. Например, на геологоразведочных предприятиях величина запасов должна превышать плановую потребность, ведь при проведении полевых работ на удаленной местности быстрое пополнение необходимых запасов может быть невозможно. Разведанные нефть и газ не отразятся на балансе предприятия, управление будет осуществляться запасами, которые обслуживают и обеспечивают процесс геологоразведки. Для добывающих предприятий нефть и газ являются готовой продукцией; для нефтегазотранспортных — нефть и газ не выступают активом, ведь эти предприятия предоставляют услуги по транспортировке; для перерабатывающих предприятий нефть и газ являются сырьем. Для конкретного вида предприятий управление запасами будет иметь свои особенности и использовать разные стратегии управления (например, для геологоразведочных более характерна агрессивная стратегия, для добывающих и транспортных — консервативная, для перерабатывающих — умеренная). Однако для ПАО полного цикла финансовые стратегии определяются высшим руководством и применяются ко всем их струк-

турным подразделениям. Поскольку такие предприятия подают в государственные органы консолидированную финансовую отчетность, тип стратегии управления ими будет определяться без учета особенностей отдельных видов работ.

Для анализа мы взяли четыре нефтегазовых предприятия, осуществляющих полный цикл – от разведки и добычи до переработки и реализации конечного продукта: ПАО “Укрнафта” \*, “Укртранснафта” \*\*, “ГАО “Черноморнафтогаз” \*\*\* и “Транснациональная финансово-промышленная нефтяная компания “Укртатнафта” \*\*\*\*. За основу взяты данные финансовой отчетности, начиная с 2002 г. Главными показателями, которые анализировались при определении стратегии управления и финансирования оборотного капитала, были величина запасов, дебиторской задолженности и денежных средств предприятия, их доля в составе оборотного капитала (табл. 2) и структура долго- и краткосрочных источников финансирования.

ПАО “Укрнафта” столкнулось с проблемой непогашения дебиторами своих обязательств и нехваткой финансовых ресурсов. Согласно данным Отчета о совокупном доходе предприятия, ежегодно оно получало существенный доход и заканчивало финансовый год с прибылью. Исключением стали 2015 и 2016 гг.: вследствие значительных прочих операционных расходов, по итогам финансового года, предприятие понесло убытки. ПАО “Укртранснафта” тоже имеет проблемы с погашением дебиторской задолженности, однако, в отличие от своих конкурентов, оно имеет достаточно денежных средств. Согласно данным Отчета о совокупном доходе предприятия, оно также ежегодно получало значительный доход и заканчивало финансовый год с прибылью. ПАО “ГАО “Черноморнафтогаз”, согласно данным Отчета о совокупном доходе предприятия, получало прибыль в 2001–2011 гг. Начиная с 2012 г. оно, по результатам деятельности, терпело убытки. Главными факторами влияния на формирование финансовых результатов деятельности ПАО “ГАО “Черноморнафтогаз” в 2015–2016 гг. стала незаконная оккупация Российской Федерацией АР Крым. В 2014–2016 гг. добыча природного газа, газового конденсата и товарной нефти не осуществлялась. Переработка нефти и газового конденсата также не проводилась, поскольку товарная добыча всех объемов газового конденсата и нефти осуществляется из месторождений, находящихся на временно оккупированной территории АР Крым. По данным ПАО “Укртатнафта”, предприятие также столкнулось с проблемой непогашения дебиторами своих обязательств и нехватки финансовых ресурсов. Согласно данным Отчета о совокупном доходе предприятия, оно получало прибыль в 2002–2006 гг. и 2013–2014 гг. В 2007–2012 гг. и в 2015 г. предприятие, по результатам деятельности, понесло убытки (табл. 3).

Чистый оборотный капитал определяется как разница между оборотными активами предприятия и его краткосрочными обязательствами. Три из взятых для анализа предприятия имеют отрицательный показатель оборотного капитала, а отрица-

\* Публічне акціонерне товариство “Укрнафта” : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrnafta.com/ua>; Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua>.

\*\* Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua>; Публічне акціонерне товариство “Укртранснафта” : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ukrtransnafta.com/](http://www.ukrtransnafta.com/).

\*\*\* Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua>.

\*\*\*\* Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://smida.gov.ua>; Публічне акціонерне товариство “Транснаціональна фінансово-промислова нафтова компанія “Укртатнафта” : Офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ukrtatnafta.com/](http://www.ukrtatnafta.com/).

Таблица 2  
 Определение доли составляющих оборотных активов (ОА) в их общей величине \*  
 (%)

| Показатели                         | Г о д ы |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                    | 2001    | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
| <b>ПАО "Укртранснафта"</b>         |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Запасы.....                        | –       | 14,6  | 17,54 | 18,68 | 18,54 | 12,03 | 35,42 | 17,69 | 16,16 | 31    | 30,23 | 56,48 | 42,2  | 2,99  | 5,4   | 35,49 |
| Дебиторская задолженность.....     | –       | 63,35 | 57,14 | 63,35 | 53,15 | 32,03 | 45    | 61,78 | 47,01 | 50,69 | 45,67 | 26,21 | 19,95 | 4,51  | 14,12 | 2,89  |
| Денежные средства                  | –       | 13,76 | 22,59 | 15,97 | 25,27 | 53,01 | 17,16 | 16,98 | 35,96 | 17,1  | 23,46 | 17,02 | 37,7  | 31,7  | 21,07 | 53,52 |
| Другие ОА.....                     | –       | 8,29  | 2,73  | 1,99  | 3,04  | 2,94  | 2,42  | 3,55  | 0,87  | 1,21  | 0,65  | 0,3   | 0,16  | 60,8  | 59,4  | 8,11  |
| <b>ПАО "Укртатнафта"</b>           |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Запасы.....                        | –       | 40,94 | 37,47 | 48,83 | 47,9  | 39,7  | 47,19 | 41,11 | 33,63 | –     | 35,98 | 53,82 | 30,05 | 28,56 | 36,45 | –     |
| Дебиторская задолженность.....     | –       | 41,29 | 48,72 | 29,65 | 48,02 | 55,34 | 34,88 | 39,69 | 54,98 | –     | 62,12 | 45,93 | 39,61 | 41,38 | 26,41 | –     |
| Денежные средства                  | –       | 13,59 | 1,29  | 4,21  | 0,95  | 0,94  | 8,45  | 4,76  | 1,42  | –     | 0,86  | 0,12  | 0,29  | 1,5   | 0,7   | –     |
| Другие ОА.....                     | –       | 4,18  | 12,52 | 17,31 | 3,14  | 4,03  | 9,48  | 14,45 | 9,97  | –     | 1,04  | 0,12  | 30,05 | 28,56 | 36,45 | –     |
| <b>ПАО "Укрнафта"</b>              |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Запасы.....                        | 29,04   | 29,4  | 25,95 | 46,22 | 47,11 | 49,55 | 47,65 | 42,18 | 24,33 | 43    | 29    | 19,13 | 19,07 | 22,05 | 12,31 | 37,28 |
| Дебиторская задолженность.....     | 56,67   | 60,86 | 70,11 | 46,88 | 46,93 | 27,7  | 34,9  | 47    | 65,24 | 51,96 | 69,14 | 79,34 | 78,21 | 76,12 | 85,02 | 30,84 |
| Денежные средства                  | 1,13    | 4,28  | 1,46  | 5,19  | 4,15  | 18,43 | 15,44 | 1,57  | 1,46  | 1,22  | 0,99  | 0,79  | 1,61  | 1,25  | 1,73  | 2,26  |
| Другие ОА.....                     | 13,16   | 5,46  | 2,48  | 1,71  | 1,81  | 4,32  | 2,01  | 9,25  | 8,97  | 3,82  | 0,87  | 0,74  | 1,1   | 0,57  | 0,94  | 29,62 |
| <b>ПАО "ГАО "Чорноморнафтогаз"</b> |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Запасы.....                        | 28,74   | 24,85 | 32,05 | 34,69 | 34,69 | 44,54 | 34,05 | 38,74 | 63,49 | 38,16 | 17,05 | 72,36 | 51,80 | 0,01  | 0,02  | 0,01  |
| Дебиторская задолженность.....     | 64,37   | 70,55 | 64,12 | 50,72 | 50,72 | 51,60 | 49,41 | 55,72 | 31,07 | 60,66 | 80,40 | 17,83 | 17,16 | 98,18 | 97,18 | 96,33 |
| Денежные средства                  | 0,89    | 1,50  | 1,52  | 10,20 | 12,62 | 2,67  | 13,48 | 1,31  | 0,87  | 0,28  | 1,75  | 9,81  | 0,24  | 0,01  | 0,03  | 0,03  |
| Другие ОА.....                     | 6,00    | 3,10  | 2,31  | 4,40  | 1,97  | 1,19  | 3,05  | 4,22  | 4,57  | 0,90  | 0,80  | 0,00  | 30,80 | 1,81  | 2,77  | 3,63  |

\* Составлено автором.



Таблица 3

Основные показатели деятельности предприятий \*

| Показатели                          | ПАО "Укрнафта"          |                             | ПАО "Укртранснафта"     |                             | ПАО "Укртранснафта"     |                             | ПАО "ТАО "Чорноморнафтогаз" |                             |
|-------------------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
|                                     | величина<br>(тыс. грн.) | доля в итоге<br>баланса (%) | величина<br>(тыс. грн.) | доля в итоге<br>баланса (%) | величина<br>(тыс. грн.) | доля в итоге<br>баланса (%) | величина<br>(тыс. грн.)     | доля в итоге<br>баланса (%) |
| <b>2015 г.</b>                      |                         |                             |                         |                             |                         |                             |                             |                             |
| Оборотные активы.....               | 16716651                | 47,51                       | 5706205                 | 48,47                       | 2054821                 | 8,48                        | 717588                      | 75,31                       |
| Краткосрочные<br>обязательства..... | 24115879                | 68,55                       | 11012368                | 93,54                       | 495644                  | 2,05                        | 12632560                    | 1325,84                     |
| Долгосрочные<br>обязательства.....  | 1409281                 | 4,01                        | 206292                  | 1,75                        | 3502027                 | 14,45                       | 384050                      | 40,31                       |
| Собственный капитал.....            | 9657274                 | 27,45                       | 554564                  | 4,71                        | 20229639                | 83,50                       | -12063813                   | -1266,15                    |
| Баланс.....                         | 35182434                | -                           | 11773224                | -                           | 24227310                | -                           | 952797                      | -                           |
| Чистый оборотный<br>капитал.....    | -7399228                | -                           | -5306163                | -                           | 1559177                 | -                           | -11914972                   | -                           |
| <b>2016 г.</b>                      |                         |                             |                         |                             |                         |                             |                             |                             |
| Оборотные активы.....               | 10896097                | 32,77                       | -                       | -                           | 6094024                 | 28,07                       | 701496                      | 76,55                       |
| Краткосрочные<br>обязательства..... | 28808607                | 86,64                       | -                       | -                           | 704671                  | 3,25                        | 12657810                    | 1381,34                     |
| Долгосрочные<br>обязательства.....  | 1691619                 | 5,09                        | -                       | -                           | 2513243                 | 11,58                       | 384050                      | 41,91                       |
| Собственный капитал.....            | 2749583                 | 8,27                        | -                       | -                           | 18488982                | 85,18                       | -12125518                   | -1323,25                    |
| Баланс.....                         | 33249809                | -                           | -                       | -                           | 21706896                | -                           | 916342                      | -                           |
| Чистый оборотный<br>капитал.....    | -17912510               | -                           | -                       | -                           | 5389353                 | -                           | -11956314                   | -                           |

\* Составлено автором.

тельный показатель чистого оборотного капитала означает превышение краткосрочных обязательств предприятия над оборотными активами, то есть в данный момент предприятие не обладает достаточным количеством собственных активов для погашения долгов. Существующие на отчетную дату обязательства будут погашены в текущем периоде, за счет поступлений от реализации, осуществленной в текущем периоде, или реализации других активов, или за счет новых обязательств (кредитов). Именно данный показатель является ключевым для определения стратегии финансирования. На основе проведенного анализа можно сделать выводы о стратегиях управления оборотным капиталом и источниками его финансирования. Данные финансовой отчетности указывают на то, что каждое предприятие в основном финансирует свою деятельность за счет краткосрочных источников финансирования.

Приведенные данные дают возможность определить стратегии управления оборотным капиталом (см. табл. 1). ПАО “Укрнафта” и “Укртатнафта” при управлении оборотным капиталом используют умеренную стратегию, “Укртранснафта” – консервативную, “ГАО “Чорноморнафтогаз” – агрессивную. На основе данных таблицы 2 можно определить типы стратегий финансирования оборотного капитала. ПАО “Укрнафта” и “Укртатнафта” в своей деятельности используют умеренную стратегию финансирования, “Укртранснафта” – агрессивную, “ГАО “Чорноморнафтогаз” – консервативную стратегию. Итак, сформируем матрицу сочетания этих стратегий (табл. 4).

Таблица 4

**Назначение предприятиям стратегии инвестирования и финансирования оборотных средств \***

| Стратегии                      |                | управления источниками финансирования оборотного капитала |                                     |                             |
|--------------------------------|----------------|---|-------------------------------------|-----------------------------|
|                                |                | Агрессивная   | Умеренная                           | Консервативная              |
| 1                              | 2              | 3   | 4                                   | 5                           |
| управления оборотным капиталом | Агрессивная    |   |                                     | ПАО “ГАО “Чорноморнафтогаз” |
|                                | Умеренная      |   | ПАО “Укрнафта”<br>ПАО “Укртатнафта” |                             |
|                                | Консервативная | ПАО “Укртранснафта”                                       |                                     |                             |

\* Составлено автором.

Как видно из таблицы 4, ПАО “Укрнафта” и “Укртатнафта” используют стратегию УУ. Данной комбинации стратегий присущи: умеренный уровень оборотных активов, финансируемый частично за счет чистого оборотного капитала, а частично – краткосрочных обязательств, снижения риска потери темпа производства и финансовой ликвидности; умеренный уровень оборотного капитала; ставка прибыльности и стоимость капитала – на среднем уровне. Текущие обязательства данных предприятий почти вдвое превышают оборотные активы, что свидетельствует о низком качестве финансовой дисциплины, недостаточном контроле за невыполнением своих обязательств дебиторами и резервировании значительных сумм, отсутствии анализа основных финансовых показателей; стоимость источников финансирования – высокая. Как следствие, подготовка к введению процедуры санации “Укрнафта” в начале 2016 г.

“ГАО “Чорноморнафтогаз” использует стратегию АК. Данной комбинации стратегий присущи: низкий уровень оборотных активов, финансируемых за счет

краткосрочных обязательств; риск потери ликвидности и темпа производства — очень высокий; норма прибыли — самая высокая с точки зрения оборачиваемости активов и низкой стоимости капитала. Данное предприятие находится в сложной экономической ситуации в связи с оккупацией АР Крым и невозможностью вести нормальную хозяйственную деятельность. Именно поэтому краткосрочные обязательства превышают оборотные активы в 18 раз, и следствием хозяйственной деятельности является ущерб. ПАО «Укртранснафта» использует стратегию КА. Данной комбинации стратегий присущи: высокий уровень оборотных активов, финансируемых за счет долгосрочных источников; риск потери ликвидности и темпа производства — минимальный; значительный уровень оборотного капитала. Низкая оборачиваемость активов вместе с их финансированием за счет постоянного капитала приводит к высокой стоимости капитала и низкой норме прибыли. Данная комбинация более эффективна с точки зрения управления предприятием: уровень оборотных активов — высокий и может обеспечить потребности производства, размер краткосрочных обязательств — в четыре раза меньше размера оборотных активов, что свидетельствует о возможности предприятия погашать свои обязательства; среди долгосрочных обязательств преобладают отсроченные налоговые обязательства. Следует отметить, что в 2014–2015 гг. среди оборотных активов данного предприятия около 60% составляли другие оборотные активы, то есть НДС, который был возвращен в 2016 г. Каждая из используемых предприятиями стратегий имеет нейтральное значение для создания стоимости компании.

Что касается зарубежной практики, то на основе исследований, проведенных П. Шиманским [16], можно отметить, что около 46% польских предприятий при управлении оборотным капиталом используют агрессивную стратегию, около 27% — консервативную, а остальные — умеренную. Среди комбинаций сочетания стратегий управления и финансирования наблюдалась такая тенденция: АК — 25%, АА — 24%, УА — 14%, КУ — 13%, КК — 11%, КА — 10%, АУ — 3%, УУ — 1%, и ни одно предприятие не использовало комбинацию КП.

Именно поэтому рекомендуем предприятиям данной отрасли использовать агрессивную стратегию управления оборотным капиталом и уделить больше внимания состоянию расчетов с дебиторами. Как показывает зарубежная практика, такая стратегия и ее комбинации способствуют успеху предприятия.

#### Выводы

В процессе исследования установлены основные подходы к формированию стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования, построена матрица их сочетания и определены последствия их реализации. Таким образом, несмотря на различные классификации стратегий управления оборотным капиталом и источниками его финансирования, большинство ученых соглашались с выделением трех основных типов: с максимальным контролем величины оборотного капитала (агрессивную), с минимальным контролем величины оборотного капитала (консервативную) и их взвешенное сочетание (умеренную). Для предприятий нефтегазовой отрасли Украины наименее эффективны при использовании комбинации КП, УУ и УК, поскольку этой области присущи высокие риски непогашения дебиторской задолженности и нехватки средств. Они характеризуются средним и высоким уровнями запасов, дебиторской задолженности, средств и их эквивалентов, низкой оборачиваемостью запасов и дебиторской задолженности и не способствуют созданию стоимости предприятия. Нейтральное значение для создания стоимости компании будут иметь комбинации КА, УУ и АК, при которых все показатели близки к среднему уровню (данные стратегии используют проана-

лизированные нами предприятия). Рекомендуем предприятиям данной отрасли использовать агрессивную стратегию управления оборотным капиталом. При применении комбинаций с агрессивной стратегией ликвидность активов высока, и предприятие может быстро пополнить запасы средств, реализовав активы, которые не используются. На практике предприятия применяют конкретные стратегии управления оборотным капиталом без предварительного определения наилучшего для них варианта. Чаще всего такое управление носит хаотичный характер, именно поэтому найти свою стратегию для предприятия достаточно трудно.

#### Список использованной литературы

1. *Гринюк І.М.* Методичні підходи до визначення сутності оборотного капіталу : матер. II Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. з міжнар. участю "Актуальні проблеми управління соціально-економічними системами". — Луцьк. — 8 грудня 2016 року. — Луцьк : РВВ ЛНТУ, 2016. — 656 с.
2. *Бланк И.А.* Финансовый менеджмент : учеб. курс. — К. : Эльга, Ника-центр, 2004. — 656 с.
3. *Стоянова Е.С.* Управление оборотным капиталом. — М. : Изд-во "Перспектива", 1998. — 128 с.
4. *Крамаренко Г.О.* Фінансовий менеджмент. — К. : Центр учбової літератури, 2009. — 520 с.
5. *Садеков А.А.* Управління оборотними коштами торговельних підприємств в сучасних умовах : моногр. — Донецьк : Східний видавничий дім, 2013. — 170 с.
6. *Роганова Г.О.* Стратегія фінансування оборотних активів: позиція персоналістів // Економічний часопис ХХІ. — № 3-4 (1). — 2013. — С. 82–85.
7. *Ван Хорн Джеймс К.* Основы финансового менеджмента : учеб. пособ. — М. : ООО "И.Д. Вильямс", 2008. — 1232 с.
8. *Ковалёв В.В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. — М. : ТК Велби, Проспект, 2007. — 1024 с.
9. *Мізюк Б.М.* Стратегічне управління : підруч. — Львів : Магнолія 2006, 2006. — 392 с.
10. *Редченко К.І.* Аудит стратегічних управлінських рішень, прогнозів та проєктів : моногр. — Львів : Видавництво ЛКА, 2001. — 402 с.
11. *Партин Г.О., Ясінська А.І.* Системно-орієнтоване управління витратами промислового підприємства : моногр. — Львів : ЗУКЦ, ППНВФ "Біапр", 2011. — 200 с.
12. *Кузьмін О.Є., Мельник О.Г.* Менеджмент : навч. посіб. — Серія : Дистанційне навчання. — № 2. — Львів : Видавництво Національного ун-ту "Львівська політехніка", 2002. — 132 с.
13. *Глушков В., Добров Г., Терещенко В.* Бесіди про управління. — К. : Політвидав України, 1973. — 206 с.
14. *Бланк И.А.* Управление активами : навч. посіб. — К. : Ника-Центр, 2000. — 720 с.
15. *Пархоменко О.П.* Система управління оборотним капіталом промислових підприємств / Торгівля і ринок України : зб. наук. праць. — Вип. 28. — Т. 2. — 2009. — 416 с.
16. *Szymański P.* Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa : Praca doktorska. — Łódź : Wydawnictwo Petros, 2007.

#### References

1. Hryniuk I.M. *Methodical approaches to determination of the nature of working capital* [Methodical approaches to determination of the nature of working capital]. Proceedings

from “Aktual’ni problemy upravlinnya sotsial’no-ekonomichnymy systemamy” – II Vseukrains’ka naukovo-praktychna internet-konferentsiya z mizhnarodnoyu uchastyu, 8 grudnya 2016 roku [“Actual problems of socio-economic systems management” – II all-Ukrainian scientific and practical internet conference with international participation, 8 December 2016]. Lutsk, RVV LNTU, 2016 [in Ukrainian].

2. Blank I.A. *Finansovyi Menedzhment* [Financial Management]. Kyiv, Elga, Nika-Tsentr, 2004 [in Russian].

3. Stoyanova E.S. *Upravlenie Oborotnym Kapitalom* [Working capital management]. Moscow, PH “Perspektiva”, 1998 [in Russian].

4. Kramarenko G.O. *Finansovyi Menedzhment* [Financial Management]. Kyiv, Center for Educational Literature, 2009 [in Ukrainian].

5. Sadekov A.A. *Upravlinnya Oborotnymy Koshtamy Torhovel’nykh Pidpnyemstv v Suchasnykh Umovakh* [Management of Working Capital of Trading Enterprises in Modern Conditions]. Donetsk, Eastern publishing house, 2013 [in Ukrainian].

6. Roganova G.O. *Stratehiya finansuvannya oborotnykh aktyviv: pozytsiya personalistiv* [Current assets financing strategy: position of personalists]. *Ekonomichnyi chasopys XXI – Economic Annals-XXI Journal*, No. 3-4 (1), 2013, pp. 82–85 [in Ukrainian].

7. Van Horne J.C. *Osnovy Finansovogo Menedzhmenta* [Fundamentals of Financial Management]. Moscow, “PH Vil’yams”, 2008 [in Russian].

8. Kovalev V.V. *Finansovyi Menedzhment: Teoriya i Praktika* [Financial Management: Theory and Practice]. Moscow, TK Velbi, Prospekt, 2007 [in Russian].

9. Mizyuk B.M. *Stratehichne Upravlinnya* [Strategic Management]. Lviv, “Magnoliya 2006”, 2006 [in Ukrainian].

10. Redchenko K.I. *Audyt Stratehichnykh Upravlins’kykh Rishen’, Prohnoziv ta Proektiv* [Audit of Strategic Management Decisions, Forecasts and Projects]. Lviv, PH LKA, 2001 [in Ukrainian].

11. Partyn G.O., Yasins’ka A.I. *Systemno-Orientovane Upravlinnya Vytratamy Promyslovoho Pidpnyemstva* [System-Oriented Cost Management of an Industrial Enterprise]. Lviv, ZUKTs, PPNVF “Biapr”, 2011 [in Ukrainian].

12. Kuz’min O.E., Mel’nyk O.G. *Menedzhment. Seriya “Dystantsiine navchannya”*, № 2 [Management. Series “Distance Learning”, No. 2]. Lviv, PH of Lviv Polytechnic National University, 2002 [in Ukrainian].

13. Glushkov V., Dobrov G., Tereshchenko V. *Besidy pro Upravlinnya* [Conversations about Management]. Kyiv, Politydav Ukrainy, 1973 [in Ukrainian].

14. Blank I.A. *Upravlenie Aktivami* [Asset Management]. Kyiv, Nika-Tsentr, 2000 [in Russian].

15. Parkhomenko O.P. *Systema upravlinnya oborotnym kapitalom promyslovykh pidpnyemstv* [Working capital management system of industrial enterprises]. *Torhivlya i rynek Ukrainy: zb. nauk. prats’ – Trade and Market of Ukraine: thematic collection of scientific works*, Is. 28, Vol. 2, 2009 [in Ukrainian].

16. Szymański P. *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*: Praca doktorska. Łydz, Wydawnictwo Petros, 2007 [in Polish].

Статья поступила в редакцию 6 февраля 2017 г.