

*Н.Ю. Брюховецька, д.е.н.,  
О.В. Базартінова*

## **ОЦІНКА РИЗИКУ ЗАЛУЧЕННЯ ПОЗИКОВОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВ**

Стрімкий розвиток ринкових відносин в Україні, широкий вибір напрямів і форм здійснення фінансово-господарської діяльності, збільшення відчутності впливу зовнішніх чинників з урахуванням незмінності інтеграції у світову економіку обумовили підвищений рівень відповідальності за забезпечення стійкого функціонування підприємства. Відсутність повної інформації, існування протидіючих тенденцій, елементи випадковості й інші економічні умови господарювання обумовлюють труднощі у прогнозованості процесу управління, оскільки більшість управлінських рішень підприємств приймаються в умовах невизначеності й економічного ризику. Щоб вижити в цих складних умовах, підприємствам необхідно приймати нетрадиційні рішення, що також підвищує ступінь економічного ризику.

Ризик, який виникає у фінансовій сфері діяльності підприємства, потребує першочергової оцінки й урахування при прийнятті фінансових рішень. Ігнорування цього аспекту безпосередньо призводить до негативних наслідків. Підприємствам потрібно не уникати ризику, а вміти оцінювати його ступінь і безпосередньо управляти ним із метою мінімізації.

Дослідженню питань оцінки ризику залучення позикового капіталу підприємств на сучасному етапі приділено значну увагу у працях І. Бланка [1], А. Поддєрьогіна [17], В. Савчука [12], В. Черкасова [19], О. Стоянової [16], О. Таран [13], О. Грачова [2], Г. Клейнера [10], О. Козлової [4], Л. Лігоненко [5], А. Маршалла [6], Є. Олейнікова [8], В. Полтерович [9], В. Радіонової [11], Т. Унковської [15], М. Федотової [11], Е. Хелферта [18], І. Шумпетера [20].

© Н.Ю. Брюховецька,  
О.В. Базартінова, 2013

*Метою* статті є оцінка ризику залучення позикового капіталу на підприємствах.

Аналіз ризику залучення позикового капіталу має займати одне з визначальних місць при прийнятті фінансових рішень. Поширеною є практика такого аналізу з використанням показників фінансової стійкості, набір яких характеризується такими вимогами:

$$\begin{aligned} \text{Кавт} &= \text{ВК} / \text{Б} \geq 0,5; \\ \text{Кфз} &= \text{Б} / \text{ВК} \leq 2; \\ \text{Ккпк} &= \text{ПК} / \text{Б} \leq 0,5, \end{aligned} \quad (1)$$

де ВК – власний капітал;

Б – валюта балансу;

ПК – позичений капітал;

Кавт – коефіцієнт автономії;

Кфз – коефіцієнт фінансової залежності;

Ккпк – коефіцієнт концентрації позиченого капіталу.

Ураховуючи те, що валюта балансу є алгебраїчною сумою власного та позиченого капіталу ( $\text{Б}=\text{ВК}+\text{ПК}$ ), розраховувати всі означені показники формули (1) недоцільно, оскільки за умови дотримання вимог будь-якого з них, інші також будуть відповідати вимогам.

Такий підхід до визначення оптимального співвідношення власного та позиченого капіталу дістав назву «правило вертикальної структури капіталу», однак щодо нормативних вимог правила існують різні точки зору.

Нормативні вимоги показників (1) наведено відповідно до Методичних рекомендацій щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій із приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства (у редакції наказу Міністерства економіки України від 26.10.2010 р. № 1361) [7]. За цими вимогами власники підприємства повинні фінансувати діяльність щонайменше в такому самому обсязі, як і кредитори.

Деякі дослідники визначають вимоги до структури капіталу залежно від галузі господарської діяльності, формуючи нормативи співвідношення власного та позикового капіталів згідно із середньогалузевими значеннями. Такий підхід, за результатами аналізу, є більш обґрунтованим. Проте орієнтуватися слід не на середньогалузеві показники, а на забезпечення фінансової рівноваги активів та пасивів кожного окремого підприємства. Правила досягнення фінансової рівноваги характеризують горизонтальну структуру капіталу й майна підприємства та наведені у посібнику О.Терещенко [14].

Золоте правило фінансування вимагає, щоб строки, на які мобілізуються фінансові ресурси, збігалися зі строками, на які вони вкладаються в реальні або фінансові інвестиції. Застосовуючи золоте правило фінансування, дотримуються таких умов:

$$\frac{\text{Довгострокові активи}}{\text{Довгострокові пасиви}} = \leq 1$$

$$\frac{\text{Довгострокові активи}}{\text{Довгострокові пасиви}} = \leq 1$$

У випадку дотримання золотого правила фінансування фінансова рівновага забезпечується за таких умов:

інвестований капітал вчасно звільняється в результаті господарської діяльності;

існує можливість пролонгації строків повернення заборгованості;

платежі, строк яких не настав, можна здійснити за рахунок надходжень від інвестиційної й інноваційної діяльності.

Більш конкретно співвідношення між групами активів та пасивів визначає золоте правило балансу.

Загалом дане правило вимагає дотримання таких умов:

а) основні кошти мають фінансуватися за рахунок власного капіталу й довгострокових кредитів;

б) довгострокові капіталовкладення мають фінансуватися за рахунок коштів, мобілізованих на довгостроковий період,

тобто довгострокові пасиви мають використатися не тільки для фінансування основних фондів, а і для довгострокових оборотних активів (наприклад, оборотні кошти, авансовані у стратегічні запаси сировини, неліквідні товари) [14]. Тобто за рахунок короткострокового позиченого капіталу фінансуються тільки короткострокові оборотні кошти.

За результатами аналізу більшу рівновагу та фінансову стійкість підприємство буде отримувати в разі фінансування необоротних активів власним капіталом, а довгострокова заборгованість може бути залучена для фінансування довгострокових оборотних активів (запасів сировини, готової продукції та ін.). Отже, дебіторська заборгованість та кошти можуть формуватися за рахунок поточних зобов'язань. Такий підхід у практиці фінансового менеджменту є компромісним (рис. 1).

Склад активів	Консервативний підхід	Компромісний підхід	Агресивний підхід
Дебіторська заборгованість та кошти, витрати майбутніх періодів	КПК	КПК	КПК
Запаси			
Необоротні активи	ВК+ДПК	ВК+ДПК	ВК+ДПК

КПК – короткострокові пасиви; ДПК – довгострокові пасиви;  
ВК – власний капітал.

Рис. 1. Сукупність підходів до фінансування активів

Отже, правила формування структури капіталу для уникнення ризику пропонується обумовити такими вимогами:

$$\begin{aligned} K1 &= \frac{HA}{BK} \leq 1; \\ K2 &= \frac{HA + З}{BK + ДПК} \leq 1; \\ K3 &= \frac{ДЗ + ГК + ВМП}{КПК + ДМП + ЗНВП} \geq 1, \end{aligned} \quad (2)$$

де HA – необоротні активи;

BK – власний капітал;

З – запаси;

ДПК – довгостроковий позичений капітал;

ДЗ – дебіторська заборгованість;

ГК – короткострокові фінансові інвестиції, грошові кошти та їх еквіваленти;

ДМП – доходи майбутніх періодів;

ВМП – витрати майбутніх періодів;

ЗНВП – забезпечення наступних виплат та платежів.

Використання компромісного підходу дає можливість уникнути проблем із ліквідністю, платоспроможністю та фінансовою стійкістю за рахунок узгодження строків мобілізації фінансових ресурсів із строками, на які вони вкладаються в майно підприємств.

Ступінь відповідності капіталу металургійних підприємств означеним вище критеріям подано в табл. 1.

Результати розрахунку показників (2) для ПАТ «ДМЗ», ПрАТ «Донецьксталь» та ПрАТ «КМЗ» дозволяють зробити певні висновки.

ПАТ «ДМЗ» протягом 2010-2011 рр. зберігав достатній рівень фінансової стійкості та платоспроможності. Проте у 2012 р. відбулося погіршення фінансового стану – жоден із критеріїв не відповідає нормативному значенню. Причини такого погіршення стану визначаються змінами в активах та пасивах підприємства, наведеними в табл. 2.

Таблиця 1

*Критерії фінансового ризику металургійних підприємств*

Показник	2010	Відповідність критерію	2011	Відповідність критерію	2012	Відповідність критерію
ПАТ «ДМЗ»						
К1	0,64	відповідає	0,72	відповідає	1,01	не відповідає
К2	0,66	відповідає	0,79	відповідає	1,05	не відповідає
К3	2,22	відповідає	2,15	відповідає	0,85	не відповідає
ПрАТ «Донецьксталь»						
К1	1,59	не відповідає	1,05	не відповідає	1,00	відповідає
К2	1,69	не відповідає	0,62	відповідає	0,57	відповідає
К3	0,80	не відповідає	1,60	відповідає	1,92	відповідає
ПрАТ «КМЗ»						
К1	0,61	відповідає	0,59	відповідає	0,89	відповідає
К2	0,46	відповідає	0,46	відповідає	0,64	відповідає
К3	2,84	відповідає	5,13	відповідає	1,97	відповідає

Таблиця 2

*Зміни активу та пасиву ПАТ «ДМЗ» у 2010-2011 рр.*

Стаття балансу	2010	2011	2012	Приріст 2011/2010, %	Приріст 2012/2011, %
Необоротні активи	275328	308560	585140	12,07	89,64
Запаси	52698	55009	68106	4,39	23,81
Дебіторська заборгованість	297307	177114	172272	-40,43	-2,73
Грошові кошти та їх еквіваленти	14986	1364	168	-90,90	-87,68
Усього оборотних активів	364991	233487	240546	-36,03	3,02
Витрати майбутніх періодів	4	0	0	-100,00	0,00
Усього активів	640323	542047	825686	-15,35	52,33
Власний капітал	427612	428933	582077	0,31	35,70
Забезпечення наступних витрат та платежів	5652	5635	83604	-0,30	1383,66
Довгострокові зобов'язання	72196	30000	41381	-58,45	37,94
Поточні зобов'язання	134863	77479	118624	-42,55	53,10
Доходи майбутніх періодів	0	0	0	0,00	0,00
Усього пасивів	640323	542047	825686	-15,35	52,33

Розраховано за даними фінансової звітності ПрАТ «КМЗ» [3].

Отже, за даними табл. 2, у 2012 р. відбувся значний приріст (на 89,64%) необоротних активів за рахунок придбання основних засобів згідно з балансом підприємства. Проте власний капітал збільшився лише на 35,70%, довгострокові зобов'язання – на 37,94%. У результаті майже була втрачена фінансова стійкість підприємств, незважаючи на питому вагу власного капіталу у структурі балансу 70,5%.

Структурні зміни активу й пасиву балансу ПАТ «ДМЗ» подано на рис. 2 та 3.

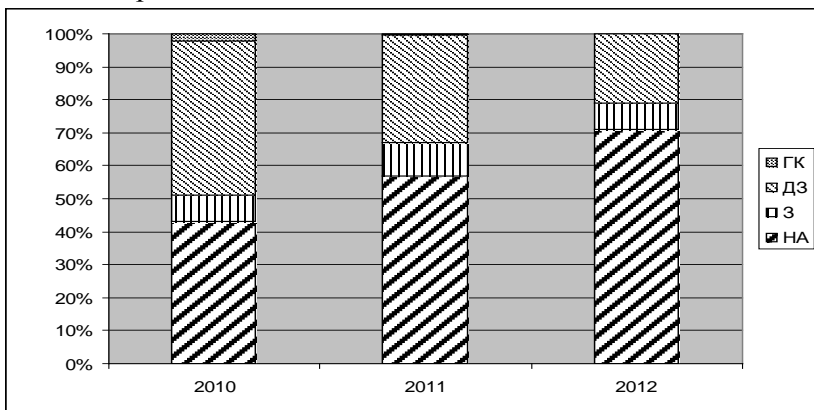


Рис. 2. Структура активу ПАТ «ДМЗ» у 2010-2012 рр.

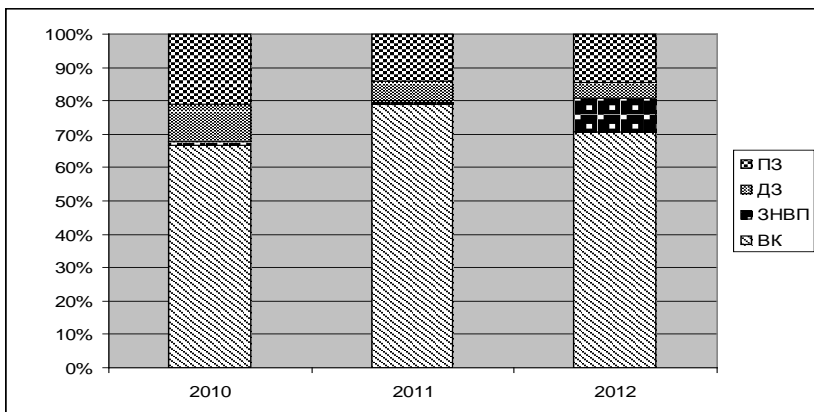


Рис. 3. Структура пасиву ПАТ «ДМЗ» у 2010-2012 рр.

Аналіз рисунків показує, що під час збільшення питомої ваги необоротних активів у 2012 р. питома вага власного капіталу зменшується, що і стало причиною погіршення фінансового стану ПАТ «ДМЗ». Хоча відхилення показників К1, К2, К3 від нормативів незначні, тенденція до збільшення таких відхилень може негативно вплинути на діяльність підприємства в довгостроковій перспективі.

ПрАТ «Донецьксталь» протягом 2010-2012 рр. поліпшує фінансовий стан та, відповідно, знижує фінансовий ризик (див. табл. 1). У 2010 р. жоден із критеріїв (2) не відповідав нормативному значенню. У 2011 р. підприємство нормалізувало співвідношення короткострокових активів та пасивів, а у 2012 р. усі критерії відповідали нормі. Структурні зміни балансу, які характеризують стабілізацію діяльності ПрАТ «Донецьксталь», подано на рис. 4-5.

Незважаючи на низьку питому вагу власного капіталу у структурі балансу в 2012 р. (28,57%), його стан є стійким.

ПрАТ «КМЗ» протягом 2010-2012 рр. перебувало у стійкому фінансовому стані – необоротні активи сформовано за рахунок власних джерел, довгострокові оборотні активи (запаси) покриваються власним та довгостроковим позиченим капіталом, короткострокові оборотні активи перевищують короткострокові зобов'язання. Структуру активу та пасиву підприємства подано на рис. 6 та 7.



Рис. 4. Структура активу ПрАТ «Донецьксталь» у 2010-2012 рр.



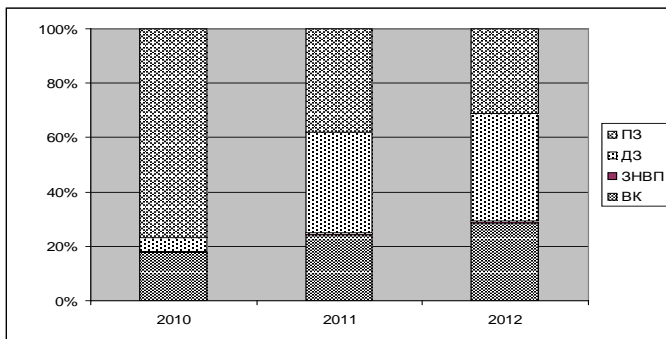


Рис. 5. Структура пасиву ПрАТ «Донецьсталь» у 2010-2012 рр.

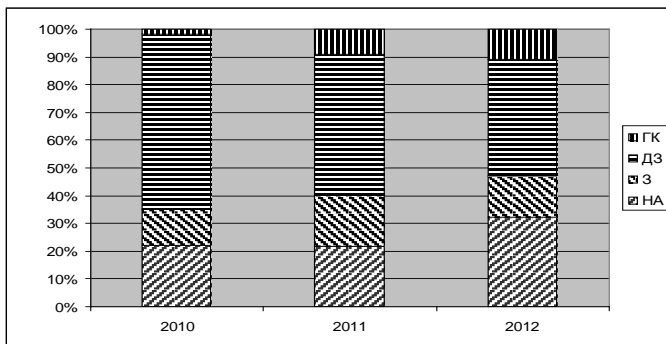


Рис. 6. Структура активу ПрАТ «КМЗ» у 2010-2012 рр.

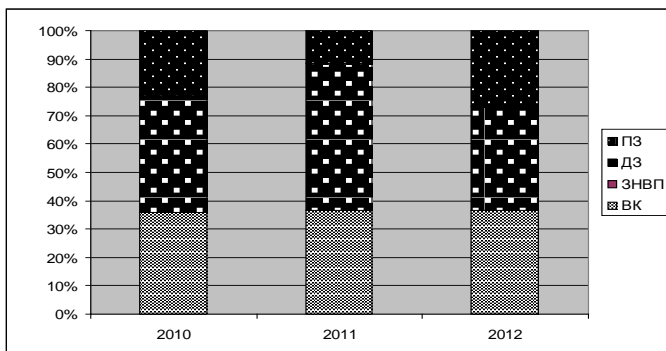


Рис. 7. Структура пасиву ПрАТ «КМЗ» у 2010-2012 рр.

Разом із фінансовим ризиком втрати фінансової стійкості та платоспроможності залучення позикового капіталу спричиняє підприємницький ризик, ступінь якого визначається операційним важелем. Поняття операційного левериджу пов'язано зі структурою собівартості, зокрема зі співвідношенням між умовно-постійними й умовно-змінними витратами. Чим вище питома вага постійних витрат у структурі собівартості, тим вищим є підприємницький ризик, тобто ризик втрати частини прибутку в разі підвищення витрат. Залучення позикового капіталу позначається на збільшенні постійних витрат, пов'язаних зі сплатою відсотків за кредитами та облігаціями. Аналіз структури собівартості металургійних підприємств дозволяє зробити висновок щодо низької питомої ваги постійних витрат та значної – змінних (за досліджуваними підприємствами змінні витрати становлять 76-90% від собівартості). Тобто в результаті залучення позикового капіталу в межах, визначених наведеними вище критеріями (2), відбудеться незначна зміна частки постійних витрат, відповідно поріг рентабельності та запас фінансової міцності майже не зміняться. Отже, залучення позик практично не позначиться на підприємницькому ризику металургійних підприємств. Таким чином, критерій оптимізації ризику, пов'язаного із залученням позикового капіталу, на основі операційного важеля розглядати недоцільно.

*Висновки.* На основі досліджень підходів до визначення критеріїв ризику залучення позикового капіталу сформовано критерії, які базуються на застосуванні компромісного підходу до фінансування активів та відповідного формування капіталу з різних джерел. Більшу рівновагу та фінансову стійкість підприємство буде отримувати в разі фінансування необоротних активів власним капіталом, а довгострокова заборгованість може бути залучена для фінансування довгострокових оборотних активів (запасів сировини, готової продукції та ін.). Отже, дебіторська заборгованість та кошти можуть формуватися за рахунок поточних зобов'язань. Такий підхід дозволяє зберегти достатній рівень платоспроможності та фінансової стійкості кожного окремого підприємства. Обґрунтовано недоцільність вико-

ристання показників вертикальної структури капіталу й операційного важеля для оцінки ризику залучення позик металургійними підприємствами. Отже, подальше дослідження має бути присвячено ефективному використанню критерію залучення позик та комплексному моделюванню процесу оптимізації позикового капіталу.

### Література

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учеб. курс / И.А. Бланк. – К.: Ника центр, Эльга, 2001 – 528 с.
2. Грачев А.В. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия: учеб.-практ. пособ. / А.В. Грачев. – М.: Финпресс, 2002. – 208 с.
3. Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.smida.gov.ua>.
4. Козлова Е.А. Анализ экономической рискоустойчивости промышленных предприятий: дис. ... к.э.н.: 08.00.05. – «Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами: промышленность)» / Е.А. Козлова. – Челябинск: Южно-Уральский гос. ун-т, 2002. – 205 с.
5. Лігоненко Л.О. Управління господарським ризиком як елемент системи протидії банкрутству торговельного підприємства / Л.О. Лігоненко. – К.: Київ. держ. торг.-екон. ун-т, 1998. – 185 с.
6. Маршалл А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М.: Прогресс, 1993. – 350 с.
7. Методичні рекомендації щодо виявлення ознак неплатоспроможності підприємства та ознак дій з приховування банкрутства, фіктивного банкрутства чи доведення до банкрутства (у редакції наказу Міністерства економіки України від 26.10.2010 р. № 1361) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://me.kmu.gov.ua>.
8. Основы экономической безопасности. Государство, регион, предприятие, личность / под ред. Е.А. Олейникова. – М.: Бизнес-школа, 1997. – 288 с.

9. Полтерович В.М. Экономическое равновесие и хозяйственный механизм / В.М. Полтерович. – М., 1990. – 394 с.

10. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегия, безопасность / Г.Б. Клейнер и др. – М.: Перспектива, 1997. – 288 с.

11. Радионова В.М. Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции / В.М. Радионова, М.А. Федотова. – М.: Перспектива, 1995. – 100 с.

12. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций / В.П. Савчук. – К.: Максимум, 2001. – 600 с.

13. Таран О.В. Сучасні питання проблематики ризиків фінансової сфери діяльності підприємств: теоретичні узагальнення та прикладний аналіз / О.В. Таран. – Х.: Константа, 2004. – 108 с.

14. Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: навч. посіб. / О.О. Терещенко. – К.: КНЕУ, 2004. – 412 с.

15. Унковская Т.Е. Финансовое равновесие предприятие / Т.Е. Унковская. – К.: Генеза, 1997. – 328 с.

16. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / под. ред. Е.С. Стояновой. – 5-е изд., перераб. доп. – М.: Перспектива, 2000. – 638 с.

17. Фінансовий менеджмент: підручник / за ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. – К.: КНЕУ, 2005. – 345 с.

18. Хелферт Э. Техника финансового анализа / Э. Хелферт; пер. с англ.; под ред. Л.П. Белых. – М.: Аудит – ЮНИТИ, 1996. – 596 с.

19. Черкасов В.В. Проблемы риска в управленческой деятельности. – 2-е изд. перераб. и доп. / В.В. Черкасов. – М.: Рефл-бук; К.: Векслер, 2002. – 318 с.

20. Шумпетер И. Теория экономического развития: (исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры) / И. Шумпетер. – М.: Прогресс, 1982. – 455 с.

*Надійшла до редакції 21.10.2013 р.*