

КРИТИЧНИЙ АНАЛІЗ МЕТОДІВ ВИРІШЕННЯ ЗАДАЧІ ОПТИМІЗАЦІЇ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

©2018 КОВАЛЕВСЬКА А. В., ПЕТРОВА Р. В., СТРОКОВ О. Ю.

УДК 338:330.3

Ковалевська А. В., Петрова Р. В., Строков О. Ю. Критичний аналіз методів вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства

Дана робота спрямована на визначення специфічних рис, переваг та обмежень існуючих методів вирішення практичної задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства. Дослідження дозволяє стверджувати, що сам процес оптимізації структури капіталу є управлінським, тобто таким, що складається із певної послідовності дій та який потребує усвідомлення та формулювання мети, критеріїв її досягнення. Проведений аналіз методів та моделей вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства показав, що вони мають різні передумови використання, спрямовані на досягнення різної мети, головним критерієм задачі обирають різні показники, мають певні обмеження у практичному використанні. Зроблено висновок щодо доцільності розробки та впровадження індивідуального підходу до вирішення даного завдання. Вибір та обґрунтування методу оптимізації буде залежати не лише від етапу життєвого циклу та ситуації на товарному ринку, а й від пріоритетних цілей і завдань (найбільш критичних чинників), від результатів діагностики та проведеної оцінки. Обґрунтування вибору методу вирішення визначеної задачі передуватиме покращенню ефективності процесу управління фінансовими ресурсами підприємства в цілому.

Ключові слова: оптимізація, фінансові ресурси, структура капіталу, ринкова вартість підприємства, метод вирішення задачі.

Табл.: 1. **Бібл.:** 18.

Ковалевська Алла Володимирівна – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри управління та адміністрування, Навчально-науковий інститут «Каразінська школа бізнесу» Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна (вул. Мירוносицька, 1, Харків, 61002, Україна)
E-mail: kovalevska@karazin.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3853-8485> **Researcher ID:** D-1346-2018

Петрова Роксана Вадимівна – кандидат технічних наук, доцент, доцент кафедри економічної кібернетики та управління економічною безпекою, Харківський національний університет радіоелектроніки (просп. Науки, 14, Харків, 61166, Україна) **E-mail:** roksana.petrova@nure.ua

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5886-8943>

Строков Олександр Юрійович – магістр кафедри управління та адміністрування, Навчально-науковий інститут «Каразінська школа бізнесу» Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна (вул. Мירוносицька, 1, Харків, 61002, Україна) **E-mail:** fd_vts@ukr.net

УДК 338:330.3

UDC 338:330.3

Ковалевская А. В., Петрова Р. В., Строков А. Ю. Критический анализ методов решения задачи оптимизации структуры финансовых ресурсов предприятия

Kovalevska A. V., Petrova R. V., Strokov A. Yu. The Critical Analysis of Methods of Solving the Task of Optimization of the Structure of Financial Resources of Enterprise

Данная работа направлена на определение специфических черт, преимуществ и ограничений существующих методов решения практической задачи оптимизации структуры финансовых ресурсов предприятия. Исследование позволяет утверждать, что сам процесс оптимизации структуры капитала является управленческим, т. е. состоит из определенной последовательности действий и требует осознания и формулирования цели и критериев её достижения. Проведенный анализ методов и моделей решения задачи оптимизации структуры финансовых ресурсов предприятия показал, что они имеют различные предпосылки к использованию, направлены на достижение различных целей, в качестве главного критерия задачи выбираются различные показатели, имеют определенные ограничения в практическом использовании. Сделан вывод о необходимости разработки и внедрения индивидуального подхода к решению данной задачи. Выбор и обоснование метода оптимизации будет зависеть не только от этапа жизненного цикла и ситуации на товарном рынке, а и от приоритетных целей и задач (наиболее критических факторов), от результатов диагностики и проведенной оценки. Обоснование выбора метода решения определенной задачи предшествует повышению эффективности процесса управления финансовыми ресурсами предприятия в целом.

The publication is directed to defining specific characteristics, advantages and limitations of the existing methods of solution to practical task of optimization of the structure of financial resources of enterprise. Our research allows to assert that the process of optimization of capital structure itself is of managerial nature, i.e. consists of a certain sequence of actions and requires awareness along with formulation of purpose and criteria of its achievement. The carried out analysis of methods and models of solving the problem of optimizing the structure of financial resources of enterprise showed that they have different preconditions for use, are aimed at achieving different goals, selecting different indicators for the main criterion of the task, have certain limitations in practical use. It is concluded that it is necessary to develop and implement an individual approach to solving this task. The choice and substantiation of the optimization method will depend not only on the stage of the life cycle and the situation in commodity market, but also on the priority goals and tasks (the most critical factors), on the results of diagnostics and the accomplished evaluation. A substantiation for choosing a method of solving a particular task precedes the increase of efficiency of the enterprise's financial resources management process as a whole.

Ключевые слова: оптимизация, финансовые ресурсы, структура капитала, рыночная стоимость предприятия, метод решения задачи.

Keywords: optimization, financial resources, capital structure, market value of enterprise, method of task solving.

Табл.: 1. **Библ.:** 18.

Tbl.: 1. **Bibl.:** 18.

Ковалевская Алла Владимировна – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры управления и администрирования, Учебно-научный институт «Каразинская школа бизнеса» Харьковского национального университета имени В. Н. Каразина (ул. Мירוносицька, 1, Харьков, 61002, Україна) **E-mail:** kovalevska@karazin.ua

Kovalevska Alla V. – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Management and Administration, Scientific-Educational Institute «Karazin Business School» of V. N. Karazin Kharkiv National University (1 Myronosytska Str., Kharkiv, 61002, Ukraine)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3853-8485>

E-mail: kovalevska@karazin.ua

Researcher ID: D-1346-2018

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3853-8485>

Researcher ID: D-1346-2018

Петрова Роксана Вадимовна – кандидат технических наук, доцент, доцент кафедры экономической кибернетики и управления экономической безопасностью, Харьковский национальный университет радиоэлектроники (пр. Науки, 14, Харьков, 61166, Україна)

Petrova Roksana V. – PhD (Engineering), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Economic Cybernetics and Management of Economic Security, Kharkiv National University of Radioelectronics (14 Nauky Ave., Kharkiv, 61166, Ukraine)

E-mail: roksana.petrova@nure.ua **ORCID:** <https://orcid.org/0000-0001-5886-8943>

E-mail: roksana.petrova@nure.ua

Строков Александр Юрьевич – магистр кафедры управления и администрирования, Учебно-научный институт «Каразинская школа бизнеса» Харьковского национального университета имени В. Н. Каразина (ул. Мירוносицька, 1, Харьков, 61002, Україна)

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-5886-8943>

E-mail: fd_vts@ukr.net

Strokov Alexander Yu. – Master of the Department of Management and Administration, Scientific-Educational Institute «Karazin Business School» of V. N. Karazin Kharkiv National University (1 Myronosytska Str., Kharkiv, 61002, Ukraine)
E-mail: fd_vts@ukr.net

В умовах ринку фінансові ресурси відіграють вирішальну роль у забезпеченні високого рівня ефективності діяльності будь-якого підприємства. У системі управління діяльністю кожного господарюючого суб'єкта важливим елементом є управління фінансовими ресурсами, забезпечення підприємства необхідним обсягом фінансових ресурсів. Загальновідомо, що процес фінансування передбачає виявлення альтернативних джерел, їх оцінку, вибір конкретних напрямків фінансування, організацію отримання та витрачання грошових і матеріальних ресурсів, контроль за дотриманням домовленостей тощо. Безперечним є той факт, що фінансові ресурси та їх оптимальний розмір є важливою (але не єдиною) передумовою успішного функціонування будь-якого підприємства. Їх наявність, необхідна кількість, своєчасність отримання, вартість використання мають прямий і безпосередній вплив на процес виробництва, отримання прибутку, капіталізації та досягнення стратегічних цілей підприємства.

Отже, завдання з визначення оптимальної структури фінансових ресурсів підприємства є важливим і актуальним. Його вирішення спрямовано на підвищення ефективності прийняття управлінських рішень щодо впровадження конкретних кроків задля покращення прибутковості та фінансової стійкості підприємства. Вирішення економічних завдань різного рівня складності є необхідною складовою процесу управління, що забезпечує життєдіяльність підприємства і створює можливості для розвитку. Не винятком є задача з оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства.

Успішна реалізація політики фінансування підприємства дозволяє вирішити такі основні завдання:

- ✦ забезпечити максимізацію прибутку підприємства із урахуванням допустимого фінансового ризику;
- ✦ розробити та реалізувати ефективну систему розподілу прибутку (дивідендів);
- ✦ здійснити додаткову емісію акцій або залучити додатковий пайовий капітал.

Водночас у роботі [1] визначено, що оптимізація структури фінансових ресурсів підприємства відбувається з метою здійснення пропорційної результативності між доходами і вартістю, враховуючи при цьому забезпечення фінансової стійкості підприємства.

На практиці дані положення часто суперечать один одному. Отже, формування оптимальної структури фінансових ресурсів є процесом пошуку обґрунтованого та усвідомленого компромісу між потенційними фінансовими труднощами та агентськими витратами, що пов'язані із використанням і обслуговуванням запозиченого капіталу; між надійністю і стабільністю та низькою ліквідністю.

Питання оптимізації передбачають приведення стану об'єкта до найкращого за заданих умов. На наш

погляд, вирішення сформульованої задачі є одним з етапів управлінської діяльності, який відбувається на певних концептуальних засадах. Проведений аналіз літературних джерел дозволяє виділити існування таких найбільш відомих моделей, які обґрунтовують рішення оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства [2, с. 51–53]:

1) теорема Модільяні – Міллера, яка констатує, що вартість підприємства не залежить від структури капіталу. Якби джерела фінансування не обрало для себе підприємство, його вартість залишиться незмінною. Послідовне усунення положень даної теореми привело до появи інших моделей структури капіталу;

2) моделі стаціонарного співвідношення, які враховують вплив витрат можливого банкрутства та податкових «щитів» на структуру капіталу підприємства;

3) моделі асиметричної інформації, які базуються на існуванні суттєвих інформаційних асиметрій, а операторами, що мають доступ до інсайдерської інформації, є менеджери підприємств. Отже, оптимальна структура капіталу використовується в:

- ✦ інвестиційних моделях для підвищення ефективності фінансування інвестиційних проєктів;
- ✦ сигнальних моделях як інформаційний передавальник (емісії пайових і боргових цінних паперів);

4) моделі агентських витрат визначають вплив агентських проблем (які, своєю чергою, є результатом розподілу прав власності, відповідальності, контролю тощо) на структуру капіталу підприємства. Агентські витрати виникають внаслідок двох типів конфліктів: по-перше, між менеджерами та акціонерами стосовно використання чистого прибутку; по-друге, між акціонерами та власниками боргових зобов'язань стосовно залучення додаткового капіталу;

5) моделі корпоративного контролю, які відображують прямий зв'язок між ефективністю управління підприємством і вартістю його акцій – будь-яка зміна структури капіталу є наслідком зміни структури власності;

6) моделі управління взаємодією зі стейкхолдерами.

У роботі [3] запропоновано всі теорії оптимізації структури капіталу розділити на дві групи за критерієм впливу фактора структури на ринкову вартість підприємства та вартість його капіталу:

1) іррелевантні теорії, які доводять відсутність впливу структури фінансових ресурсів на ринкову вартість суб'єкта господарчої діяльності;

2) релевантні теорії, які показують наявність тісного та обумовлюючого впливу сформованої структури капіталу на показник ринкової вартості.

Маємо відзначити, що до іррелевантних моделей віднесено роботи Модільяні – Міллера, які поступово самі вдосконалювали власні дослідження і

згодом представили роботу, де доводили вплив позикового капіталу на ринкову вартість підприємства з урахуванням корпоративних і приватних податків.

Першою релевантною теорією визначено традиційну теорію Е. Соломона, відповідно до якої підприємство може знизити вартість капіталу та збільшити свою вартість, якщо збільшить частку позикового капіталу в загальній структурі джерел фінансування, але до певного рівня. У подальшому майже всі теорії структури фінансових ресурсів підприємства належать до релевантних, саме тих, що обґрунтовують зміну вартості підприємства під впливом зміни структури джерел фінансування його діяльності.

Водночас, дослідження моделей і теорій показує складність їх практичного використання, майже відсутню можливість вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства для конкретного суб'єкта господарчої діяльності, яка виникає за певним управлінським запитом.

Важливо відзначити, що на сьогодні представлена велика кількість наукових робіт з питань оптимізації структури капіталу підприємства. І, як і в численних наукових аспектах, спостерігається відсутність єдиної точки зору з приводу того, що є процесом оптимізації, яка сутність категорії «оптимальна структура капіталу», що є метою формування оптимальної структури фінансування діяльності підприємства та який домінуючий критерій доцільно обрати.

З огляду на сказане сформулюємо *мету* даної роботи – проведення критичного аналізу методів вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства для вибору найбільш ефективного з позиції окремого суб'єкта господарювання. При цьому важливим є визначення й усвідомлення основних переваг і недоліків використання певних методів оптимізації структури капіталу, а також умов, за яких доцільним є використання того чи іншого методу. Обґрунтування вибору методу вирішення визначеної задачі передуватиме покращенню ефективності процесу управління фінансовими ресурсами підприємства в цілому.

Перш за все, визначимо, що будемо розуміти під процесом оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства. У роботах [4; 5] визначено, що процес оптимізації структури капіталу є «визначеним співвідношенням між власним і позиковим капіталом, при якому забезпечується найефективніша пропорційність між доходністю та фінансовою стійкістю підприємства». Що цілком підтверджує сутність економічного терміна «оптимізація – це пошук найбільш прийняттого рішення – компромісу – щодо багатьох різних фіксованих критеріїв оптимальності. Знайдений розв'язок є найбільш прийнятним з багатьох точок зору (критеріїв) одночасно, хоча, швидше за все, і не найкращим за кожним із критеріїв оптимальності окремо [6, с. 356].

О. Ю. Меркулова зауважує, що оптимізація структури капіталу є безперервним процесом адаптації до змін економічної ситуації, податкового законодавства, сил конкуренції [1]. У роботі [7] відзначено, що формування оптимальної структури фінансових ресурсів підприємства – це процес, який вміщує в себе певну кількість послідовних ключових етапів: планування, реалізацію та коректування, аналіз отриманих результатів.

Доходимо висновку, що процес оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства є управлінським процесом (отже, складається із певної послідовності конкретних дій і рішень), що включений до більшої системи, а саме: до системи управління капіталом. Результатом одного з етапів реалізації даного процесу є прийняття рішення щодо формування конкретної структури джерел фінансування підприємства, яка буде підтримувати визначену мету, відповідати заданим критеріям і поступово втілюватися в життя.

Представимо результати дослідження сутності категорії «оптимальна структура капіталу». Так, певна група фахівців наголошує, що оптимальна структура капіталу є певним співвідношенням власного та запозиченого капіталу, яке приводить до максимізації вартості акцій підприємств. Отже, у роботах Бріггем Є., Стоянової Є., Нікбахт Е., Гроппеллі А., Крейнїної М. ключовим критерієм оптимальності структури капіталу визначено максимальну ціну акцій підприємств [8–11; 17].

Своєю чергою, Шим Дж. К., Сигел Дж. Г., Ковальов В., Терещенко О. та інші [5; 12; 13] як головний критерій оптимізації виділяють вартість підприємства (фірми) в цілому.

Інші автори акцентують увагу на виділенні ще одного критеріального аспекту, який також спрямований на максимізацію вартості підприємства, але ґрунтується на співвідношенні рентабельності власного капіталу та фінансової стійкості підприємства. Саме цей критерій виділено такими авторами, як Бланк І., Павловська О., Пritуляк Н., Невмержицька Н., Коваленко А., Ремньова П. та інші [4; 13; 16]. Так, Бланк І. зазначає, що оптимальна структура капіталу – таке співвідношення використання власних і запозичених коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства [4].

Як визначено в [14]: «Процес оптимізації структури фінансових ресурсів має базуватися на таких критеріях: по-перше, забезпечення мінімальної сукупної вартості залучення власних фінансових ресурсів. Якщо вартість залучення фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел суттєво перевищує планову вартість залучення позикових коштів, то від такої альтернативи формування фінансових ресурсів

доцільно відмовитися; по-друге, забезпечення збереження управління підприємством його засновниками. Зростання додаткового пайового чи акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може призвести до втрати такої керованості».

Вирішення завдання з пошуку найбільш оптимальної структури фінансових ресурсів (капіталу) безпосередньо пов'язано з пошуком компромісу – знайти відповідь за умови використання різних фіксованих критеріїв оптимальності. Модель оптимізації структури капіталу з метою збереження необхідного рівня фінансової гнучкості підприємства особливо актуальна для українських реалій. Така модель передбачає резервування боргової спроможності та значної кількості касових залишків для реалізації майбутніх вигідних інвестиційних можливостей, або можливість мінімізації боргових зобов'язань без необхідності скорочувати бізнес в умовах економічної кризи. З урахуванням цієї точки зору оптимізацію інвестиційної структури капіталу можна визначити як процес диверсифікації джерел фінансування інвестиційної діяльності з метою максимізації вартості компанії за умов збереження достатнього рівня фінансової гнучкості.

Авторами роботи [16] відзначено, що прийняття управлінських рішень з управління структурою капіталу – це процес пошуку оптимального рішення щодо вибору між рівнем ризику і прибутковістю. Таким чином, метою управління структурою капіталу є мінімізація витрат у разі залучення довгострокових джерел фінансування і забезпечення максимального ефекту від вкладених грошових коштів, тобто її оптимізація щодо конкретного суб'єкта господарювання:

- ✦ з позицій *фінансового менеджменту* – таке співвідношення використання власних і позикових коштів, за якого забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість;
- ✦ з позицій *економічного ресурсу* – мінімізацію фінансового ризику за рахунок різних підходів до фінансування основних і оборотних активів.

Цілоком слухними є основні правила з формування раціональної структури фінансових ресурсів підприємства, якими має керуватися фінансовий менеджер [1]:

- 1) збільшення розміру статутного капіталу підприємства з метою збільшення фінансових гарантій. Він може бути збільшений за рахунок додаткової емісії акцій чи залучення додаткових інвестицій;
- 2) формування більшого резервного фонду, його вдосконалення та відображення в балансі;
- 3) зменшення тривалості виробничого циклу шляхом інтенсифікації виробництва, а саме: вико-

ристання нових технологій, зростання рівня продуктивності праці, автоматизація виробничих процесів тощо;

4) покращення матеріально-технічного забезпечення підприємства для забезпечення безперебійної роботи виробництва і зменшення часу розміщення капіталу в запасах;

5) скорочення тривалості обороту дебіторської заборгованості;

6) удосконалення та розвиток ринку маркетингових досліджень, які діють у напрямку просування товару від виробника до споживача.

Аналіз фахової літератури дозволяє визначити наявність найбільш часто застосовуваних методів вирішення задачі оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства (табл. 1).

Вирішення завдання оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства частіше за все пропонується робити на основі розрахунку ефекту фінансового важеля. Так, на цьому наголошують І. Бланк [4], Е. Брігхем [8] та інші. Так, у [15] відзначено, що «оптимальну структуру капіталу, тобто співвідношення між позиковими коштами і власним капіталом, можна визначити, користуючись ефектом фінансового важеля», він відображає вплив структури капіталу на підвищення фінансової рентабельності. Вплив важеля обумовлений тим, що при позитивному значенні диференціала для підприємства доцільне залучення позикових коштів, однак постійне нарощування плеча важеля може знизити загальний ефект, оскільки залучення великих розмірів кредитних ресурсів, як правило, супроводжується жорсткістю умов їх залучення. У такому випадку ефект важеля не буде давати максимальної віддачі, а за певних умов (коли диференціал стане менше нуля) буде знижувати фінансову рентабельність.

Таким чином, позитивний вплив ефекту фінансового важеля проявляється тоді, коли економія за рахунок зниження податкових платежів перевищує витрати підприємства за користування позиковими коштами. Значення ефекту фінансового важеля повинно бути таким, щоб компенсувати податкові вилучення з прибутку та забезпечити мінімізацію відхилення між економічною та фінансовою рентабельністю.

Деякі фахівці [5] наголошують на тому, що цей ефект (фінансовий важіль) виникає завдяки використанню не лише платного кредиту, а й безоплатних позикових ресурсів (кредиторської заборгованості). І чим вищою є частка останніх у загальній сумі позикових коштів, тим вищим є значення ефекту фінансового левириджу. Важливо наголосити, що даний метод не враховує структуру власних фінансових ресурсів і визначає їх як безкоштовні, що не відповідає дійсності.

Певні автори [3] акцентують увагу на тому, що даний метод передбачає розрахунок не лише фінан-

Методи оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства

№ з/п	Метод	Характеристика
1	Оптимізація структури капіталу шляхом управління величиною ефекту фінансового левериджу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності	Ця модель передбачає визначення рентабельності власного капіталу при різних значеннях фінансового важеля. Передбачає виявлення взаємозв'язку між чистим прибутком, валовим прибутком підприємства і залученням позикового капіталу до обороту. Найбільш оптимальним буде таке співвідношення власного та позикового капіталу, за якого приріст чистої рентабельності власного капіталу й ефект фінансового левериджу буде мати найбільше значення
2	Оптимізація структури капіталу з метою мінімізації рівня фінансового ризику	Модель, яка пов'язана із вибором більш дешевих варіантів фінансування активів підприємства
3	Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімальної вартості капіталу	Такий процес оптимізації полягає в попередній оцінці власного та позикового капіталу при різних варіантах його залучення та розрахунок середньозваженої вартості капіталу за обраними варіантами

сового, а й операційного важеля. Отже, досліджуються, аналізуються різні співвідношення між доходами, операційним прибутком, витратами виробничого та операційного характеру, чистим прибутком. Це дозволяє визначити найбільшу перевагу даного методу, а саме: «він дозволяє враховувати зміни комерційних умов виробництва на чистий прибуток і дохідність власників під час вибору структури фінансових ресурсів» [3, с. 286].

Інші автори [15; 18], зауважують, що найважливішим показником, який має бути розрахований та проаналізований, є середньозважена вартість капіталу, що показує середню дохідність, якої очікують (вимагають) капіталодавці (власники та кредитор), вкладаючи кошти в підприємство. Вона залежить від структури капіталу, а також ціни залучення капіталу від власників і кредиторів. У роботі [16] визначено: «Метод оптимізації структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості ґрунтується на попередній оцінці власного і позикового капіталів за різних умов його залучення і здійснення багатоваріантних розрахунків середньозваженої вартості капіталу. Використовуючи капітал з різних джерел, фінансові менеджери намагаються оптимізувати структуру капіталу, щоб зменшити середньозважену вартість капіталу – середню плату за всі джерела фінансування». Використання даного методу вимагає вмінь щодо оцінки альтернатив – різних варіантів залучення фінансових ресурсів – за різних умов їх формування, обслуговування. Отже, обрання даного методу для вирішення завдання пошуку найкращої структури фінансових ресурсів підприємства потребує багатоваріантних розрахунків вартості капіталу.

Оптимізація структури фінансових ресурсів за критерієм мінімізації фінансових ризиків потребує «диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства: необоротних активів, оборотних активів (із розбивкою їх на постійну та змінну частини)» [5].

Аналіз фахової літератури показує, що менш вживаними є такі методи [3]:

- ✦ метод операційного прибутку, який визначає допустимий рівень боргу в структурі джерел фінансування за допомогою оцінки вірогідності банкрутства. Цільовим розміром позикових коштів обирається таке, за якого розрахована вірогідність банкрутства дорівнює пороговому значенню, але розмір чистого прибутку є незалежним від показника фінансового важеля;
- ✦ метод EBIT-EPS, що базується на оцінці впливу альтернативних довгострокових варіантів фінансування на розмір прибутку на одну акцію (EPS), але даний метод не надає можливості проаналізувати комбінації різних варіантів фінансування.

Важливо наголосити, що для вибору методу вирішення вказаної задачі дуже важливо обрати мету з ряду альтернативних: мінімальна вартість всіх ресурсів, що використовуються для забезпечення господарської діяльності; максимальна швидкість отримання необхідної суми фінансових ресурсів; мінімізація потенційного фінансового ризику.

Цікавою є точка зору, представлена в роботі [7] щодо механізму побудови структури джерел фінансування. Даний механізм, за думкою Т. Щукіної, складається з таких складових:

1) на початку вирішення задачі з оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства необхідно визначитись із «постійними» джерелами фінансування, тобто з тими джерелами, які були використані до початку періоду, що аналізується. Ці джерела є незмінними з попереднього періоду, отже, відображають структуру, яка склалася;

2) далі визначити, які джерела фінансування підприємство планує використовувати або додатково залучати. Ці джерела є змінною частиною джерел

фінансування, бо підприємство отримує та повертає кредити і запозичення, випускає облігації та будь-які інші цінні папери, сплачує короткотермінові боргові зобов'язання тощо. Дані фінансові ресурси залучаються та використовуються лише в періоді, який досліджується. Саме вони є об'єктом управління на період, що планується;

3) на кінець планового періоду структура фінансових ресурсів складається із двох елементів – із постійної та змінної частин.

Автор [7] доводить, що необхідним є управління саме змінною частиною фінансових ресурсів, джерелами, що додатково залучаються, що обумовлює оптимальну структуру джерел фінансування діяльності підприємства. Отже, метою вирішення завдання оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства є розробка моделі управління змінною частиною джерел фінансування.

Аналіз фахової літератури доводить, що різні фахівці пропонують поєднувати декілька критеріїв одночасно для вирішення завдання оптимізації структури фінансових ресурсів підприємства. Так, наприклад, у роботі [5] пропонується одночасно враховувати «максимізацію зростання рентабельності власного капіталу та мінімізацію середньозваженої вартості капіталу».

На наш погляд, для забезпечення високої якості фінансового плану підприємства в умовах нестабільного зовнішнього середовища та обмеженості фінансових ресурсів необхідна оптимізація складу та структури фінансових ресурсів. Ми підтримуємо точку зору, представлену в роботі [16]: «немає єдиних рецептів ефективного співвідношення власного та позикового капіталу не лише для одностипних підприємств, але і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку та за різної кон'юнктури товарного і фінансового ринків». Отже, для кожного окремого підприємства доцільно використовувати індивідуальний підхід для вирішення сформульованої задачі. Вибір та обґрунтування моделі оптимізації буде залежати не лише від етапу життєвого циклу, ситуації на товарному ринку, а й від пріоритетних цілей і завдань (найбільш критичних чинників), від результатів діагностики та проведеної оцінки.

ВИСНОВКИ

Проведений критичний аналіз літературних джерел дозволяє зробити такі висновки.

По-перше, оптимальна структура капіталу становить таке співвідношення використання власних і позикових коштів, за умови якого забезпечується ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

По-друге, численні теорії (класичні підходи до вирішення даного завдання) базуються на переду-

мовах, що не відповідають реаліям ринку, водночас, основним критерієм прийняття управлінського рішення щодо вибору структури фінансування вважається ринкова вартість підприємства.

По-третьє, формування оптимальної структури капіталу підкоряється тим або іншим критеріям. Ці критерії для кожного окремого господарюючого суб'єкта індивідуальні. При формуванні певної структури капіталу беруться до уваги різні умови, які характеризують операційну, інвестиційну, фінансову діяльність підприємства.

По-четверте, на жаль, практичні методи майже не враховують зміни, що відбуваються на ринку, в макро- та мікросередовищі (наприклад, стрімка інфляція, знецінення грошової одиниці, зміна вартості певного джерела фінансових ресурсів тощо). Водночас, доцільним було б включення до математичної моделі саме таких чинників, які б дозволяли знизити рівень ризикованості реалізації управлінського рішення з формування певної структури джерел фінансування.

По-п'яте, доцільною є розробка комплексної методики вирішення завдання розрахунку оптимальної структури фінансових ресурсів підприємства, яка враховувала б переваги різних підходів і методів.

Кожне підприємство звертається до питання формування оптимальної структури капіталу та джерел фінансування виходячи із власних цілей або критеріїв оптимізації. Подібних цілей може бути декілька, і тоді комбінація використовуваних фінансових ресурсів буде визначатися комбінацією цих цілей. Значимо, що деякі цілі, встановлені підприємством, не передбачають досягнення цільової (оптимальної) структури фінансових ресурсів. Такими цілями, наприклад, є зростання доходів власників від участі їх капіталу в підприємстві, збереження контролю над підприємством, деякі інші цілі. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Меркулова Е. Ю., Морозова Н. С. Основные методы, обеспечивающие оптимизацию структуры капитала предприятия. *Социально-экономические явления и процессы*. 2016. Т. 11. № 9. С. 47–53. Режим доступа: <http://journals.tsutmb.ru/a8/upload/upload--2017-12-12/pdf.2cb678f0d699d3f8fd2a46cf63a8ff9.pdf>

2. Куницына Н. Н., Плешкова Т. Г. Методы оптимизации структуры капитала организации с учетом факторов внешней среды. *Финансовые исследования*. 2008. № 1. С. 51–59. URL: https://finis.rsue.ru/2008-1/Kunic_Pleshk.pdf

3. Гулюгина Т. И. Критический анализ методов оптимизации структуры капитала предприятия. *Экономические науки*. 2012. № 2. С. 284–287. URL: http://ecs.ru/files/pdf/201202/201202_284.pdf

4. Бланк И. А. Управление формированием капитала. Киев: Ника-Центр, Эльга, 2002. 512 с.

5. Боронос В. Г. Формування механізму оптимізації структури капіталу та його вплив на фінансовий потенціал підприємства. *Механізм регулювання економіки*. 2010. № 3. Т. 1. С. 154–166.

6. Толковый словарь экономических терминов / сост. : В. Коноплицкий, А. Филина. Киев : Изд-во «Альтерпресс», 2000. 450 с.

7. Щукина Т. В. Формирование оптимальной структуры источников финансирования российских коммерческих организаций. Интернет-журнал «Науковедение». 2015. Том 7. № 3. URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/69EVN315.pdf>

8. Бригхем С. Ф. Основы финансового менеджменту / пер. з англ. Київ : Молодь, 1997. 1000 с.

9. Стоянова Е. С., Крилова Т. Б., Балабанов И. Т. Финансовый менеджмент. 5-е изд., перераб. и доп. М. : Перспектива, 2002. 566 с.

10. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси. Київ : ВІК – Глобус, 1992. 382 с.

11. Крейнину М. Н. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. М. : Изд-во «Депю и Сервис», 1998. 304 с.

12. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М. : Финансы и статистика, 2001. 768 с.

13. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. Київ : КНЕУ, 2003. 554 с.

14. Крюкова У. Ю., Лемешко Е. Ю. Оптимизация источников формирования финансовых ресурсов организаций: проблемы и пути их решения. *Вестник Хабаровского государственного университета экономики и права*. 2016. № 1. С. 78–81.

15. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : учебник для вузов. М., 2001. 504 с.

16. Фролова Л. В., Андриушкіна М. І. Оцінка ефективності й оптимізація структури капіталу підприємства. *Торгівля і ринок України* : темат. зб. наук. пр. 2012. Вип. 33. С. 236–241.

17. Финансовый менеджмент: теория и практика : учебник / под ред. Е. С. Стояновой. М. : Перспектива, 2010. 656 с.

18. Чернецька А. Ю. Формування оптимальної структури капіталу підприємства. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2011. № 2. Т. 3. С. 109–112.

REFERENCES

Blank, I. A. *Upravleniye formirovaniyem kapitala* [Capital management]. Kyiv: Nika-Tsentr; Elga, 2002.

Boronos, V. H. "Formuvannia mekhanizmu optymizatsii struktury kapitalu ta yoho vplyv na finansovyi potentsial pidpriemstva" [Formation of the mechanism of optimization of the structure of capital and its influence on the financial potential of the enterprise]. *Mekhanizm rehulivannia ekonomiky*, vol. 1, no. 3 (2010): 154-166.

Brikkhem, Ye. F. *Osnovy finansovoho menedzhmentu* [Fundamentals of Financial Management]. Kyiv: Molod, 1997.

Chernetska, A. Yu. "Formuvannia optymalnoi struktury kapitalu pidpriemstva" [Formation of the optimal structure of enterprise capital]. *Visnyk Khmelnytskoho natsionalnoho universytetu*, vol. 3, no. 2 (2011): 109-112.

Finansovyy menedzhment: teoriya i praktika [Financial management: theory and practice]. Moscow: Perspektiva, 2010.

Frolova, L. V., and Andriushkina, M. I. "Otsinka efektyvnosti i optymizatsiia struktury kapitalu pidpriemstva" [Estimation of efficiency and optimization of the capital structure of the enterprise]. *Torhivlia i ryнок Ukrainy*, no. 33 (2012): 236-241.

Gulyugina, T. I. "Kriticheskiy analiz metodov optimizatsii struktury kapitala predpriyatiya" [A critical analysis of methods for optimizing the capital structure of an enterprise]. *Ekonomicheskije nauki*. 2012. http://ecsn.ru/files/pdf/201202/201202_284.pdf

Konoplitskiy, V., and Filina, A. *Tolkovyy slovar ekonomicheskikh terminov* [Explanatory dictionary of economic terms]. Kyiv: Izd-vo «Alterpress», 2000.

Kovalev, V. V. *Vvedeniye v finansovyy menedzhment* [Introduction to financial management]. Moscow: Finansy i statistika, 2001.

Kreynina, M. N. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Moscow: Izd-vo «Depю i Servis», 1998.

Kriukova, U. Yu., and Lemeshko, Ye. Yu. "Optimizatsiya istochnikov formirovaniya finansovykh resursov organizatsiy: problemy i puti ikh resheniya" [Optimization of sources of formation of financial resources of organizations: problems and their solutions]. *Vestnik Khabarovskogo gosudarstvennogo universiteta ekonomiki i prava*, no. 1 (2016): 78-81.

Kunitsyna, N. N., and Pleshkova, T. G. "Metody optimizatsii struktury kapitala organizatsii s uchedom faktorov vneshney sredy" [Methods of optimization of the capital structure of the organization, taking into account environmental factors]. *Finansovyye issledovaniya*. 2008. https://fnis.rsue.ru/2008-1/Kunic_Pleshk.pdf

Merkulova, Ye. Yu., and Morozova, N. S. "Osnovnyye metody, obespechivayushchiye optimizatsiyu struktury kapitala predpriyatiya" [The main methods for optimizing the capital structure of the enterprise]. *Sotsialno-ekonomicheskije yavleniya i protsessy*. 2016. <http://journals.tsutmb.ru/a8/upload/upload--2017-12-12/pdf.2cb678f0d6999d3f8fd2a46cf63a8ff9.pdf>

Nikbakht, E., and Hroppelli, A. *Finansy* [Finances]. Kyiv: VIK - Hlobus, 1992.

Shchukina, T. V. "Formirovaniye optimalnoy struktury istochnikov finansirovaniya rossiyskikh kommercheskikh organizatsiy" [Formation of the optimal structure of sources of financing of Russian commercial organizations]. *Internet-zhurnal «Naukovedeniye»*. 2015. <http://naukovedenie.ru/PDF/69EVN315.pdf>

Stoyanova, Ye. S., Krilova, T. B., and Balabanov, I. T. *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Moscow: Perspektiva, 2002.

Teplova, T. V. *Finansovyy menedzhment: upravleniye kapitalom i investitsiyami* [Financial management: capital and investment management]. Moscow, 2001.

Tereshchenko, O. O. *Finansova diialnist subiektiv hospodariuvannia* [Financial activity of business entities]. Kyiv: KNEU, 2003.