

Світлана Іорґа

Одеський національний економічний університет, Україна

ПОЛІТИКА ФІНАНСУВАННЯ ОБОРОТНИХ АКТИВІВ ЯК ЗАСІБ ОПТИМІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИЗИКУ

Svitlana Iorga

Odesa National Economic University, Ukraine

CURRENT ASSETS FINANCING POLICY AS A MEANS OF OPTIMIZING FINANCIAL RISK

The expediency of solving the dilemma of financial management "risk-return" in the framework of the current activity of enterprises is determined. The experience of financing Ukrainian enterprises proves the need to consider not the minimization of financial risks, but their optimization. The focus only on minimization of risk is unjustified as it may lead to the loss of a part of the economic effect in the form of under-earning of potential revenue. The necessity of using the policy of current assets financing as a tool for optimization of the financial risk was proved. The conducted research makes it possible to conclude that the main goal of the policy of financing the current assets of the enterprise should be the ensuring of its equilibrium position on the "risk-return" scale by optimizing the level of financial risk in the process of financing current business activity for the maximization of the owners' well-being.

Keywords: current asset financing policy, financial risk.

Постановка проблеми. Ефективність процесу досягнення економічних цілей підприємства базується на раціональному управлінні фінансовими ресурсами. Однією з основних проблем фінансового управління є проблема підтримання динамічної рівноважної позиції підприємства на шкалі «ризик – доходність», що забезпечує максимальне економічне зростання підприємства. Процес фінансування підприємства потребує вирішення цієї дилеми як у стратегічній, так і у тактичній площині. Раціональне рішення даної дилеми у рамках поточної діяльності підприємства є підґрунтям досягнення стратегічних цілей підприємства та дозволяє забезпечити відносно стійкий розвиток підприємства в умовах нестабільного економічного середовища. У практичному аспекті дане завдання вирішується менеджментом підприємства іноді на підставі інтуїції, соціальних вподобань та емоційних чинників.

Об'єктивна необхідність розробки науково обґрунтованих рекомендацій вирішення проблеми стійкого розвитку підприємств в Україні відповідно до сучасних умов господарювання, дискусійність її методологічних аспектів у сфері фінансування поточної діяльності підприємства з врахуванням фінансових ризиків обумовили актуальність і основні напрями дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Сучасна економічна література приділяє дослідженню питань сутності фінансових ризиків та політиці фінансування оборотних активів досить значну вагу. Вагомі внески у розробку даних питань зробили як вітчизняні, так і зарубіжні науковці зокрема : Т. Андерсен, І. А. Бланк, С. Бородіна, за участі Ж.-К. Буї А. Дамодаран , Джоел А. Хьюстон, Е. Кох, М. Маккарті, Модільяні Ф., Міллер М., Г. Монахан, І. М. Посохов, П. Свігінг, О. С. Стоянова, Т. Флін, О. Швиркова, Юджин Ф. Бригхем, та ін. Разом із тим проблема дослідження політики фінансування оборотних коштів у якості інструменту оптимізації рівня фінансового ризику у сучасних умовах трансформаційних перетворень ще не знайшла належного відображення у наявних вітчизняних наукових працях.

У рамках дослідження постає необхідність вирішення наступних завдань:

- визначити особливості практичної реалізації фінансових ризиків на підприємствах України;
- довести доцільність вирішення дилеми фінансового управління «ризик-доходність» у рамках поточної діяльності підприємств;
- обґрунтувати необхідність оптимізації фінансових ризиків підприємств;
- довести необхідність використання політики фінансування оборотних активів у якості інструменту оптимізації фінансового ризику підприємства;

- сформулювати основну мету та завдання політики фінансування оборотних активів з огляду на оптимізацію фінансового ризику підприємства.

Виклад основного матеріалу дослідження. Динамічність зовнішнього середовища функціонування підприємств, прийняття стратегічних рішень в умовах невизначеності та ризику, тенденції ускладнення та багатогранності бізнес-процесів зумовлюють актуальність дослідження у сфері управління фінансовими ризиками підприємства. У процесі функціонування підприємства виникають різноманітні ризики пов'язані з дією як внутрішніх, так і з зовнішніх факторів.

Концепція забезпечення фінансової рівноваги у процесі господарської діяльності підприємства та її реалізація на практиці показала, що дана мета не враховує коливання кон'юнктури ринку капіталів, а мінімізація фінансових ризиків не дозволяє в повній мірі реалізувати резерви формування та використання капіталу.

Сучасна економічна наука у якості основної мети функціонування підприємства вважає забезпечення максимізації добробуту власника. Ця головна мета конкретизується в постійному зростанні ринкової вартості підприємства. У процесі досягнення максимізації добробуту власника підприємства вирішення дилеми «ризик-дохідність» у рамках фінансового управління потребує більш зважених підходів до фінансового ризику.

Відмітимо, що найбільш відомою школою у теорії фінансового ризику та ризик-менеджменту з 1955 року є американська школа (А. Дамодарана, Ф. Джоріона, Дж. Кальмана, М. Круї, М. Маккарті, Р. Марка, Т. Фліна та ін.). Аналітичне опрацювання їх досліджень дозволило зробити досить цікавий висновок. Так, більшість вітчизняних та європейських науковців у визначенні фінансового ризику роблять акцент на ймовірності втрат фінансових ресурсів. Представники американської школи акцентують увагу передусім на позитивному ефекті ризику та його використання для збільшення прибутку компанії¹. Згадаємо нобелівських лауреатів Міллера та Модільяні, які доводять, що фінансування фірми за рахунок позикового капіталу призводить до максимізації вартості її акцій та прибутковості.² Практично теорія Міллера-Модільяні доводить корисність фінансових ризиків для підприємства.

Рівень фінансового ризику підприємства є величиною прямо пропорційною до рівня його рентабельності, що стає одночасно основою і загрозою подальшого економічного зростання підприємства. Максимізуючи фінансовий ризик, ми максимізуємо рівень економічного ефекту, покращуючи фінансові результати і тим самим збільшуючи масштаби та перспективи розвитку підприємства. Так, за умови достатнього рівня рентабельності та перспектив подальшого розширення ринку – надання переваги фінансуванню підприємства за рахунок кредитних ресурсів є виправданим з точки зору зростання рівня ефективності його функціонування. Варто згадати основні положення теорії Міллера-Модільяні, що доводять доцільність фінансування фірми на 100% позиковим капіталом. Причому, основні положення теорії Міллера-Модільяні щодо врахування особливостей оподаткування прибутку є актуальними і в умовах економіки України. Так, джерелом виплати дивідендів власникам підприємства в Україні є чистий прибуток (прибуток після оподаткування). Крім того, власники підприємств акціонерної форми власності сплачують також податок на дивіденди – тобто має місце подвійне оподаткування. В той же час витрати на виплату відсотків за кредитом, згідно положень розділу третього Податкового кодексу України³ відносяться до складу витрат в процесі визначення суми оподаткованого прибутку. Таким чином, фінансовий ризик, реалізуючись у високоризикованому підході надання переваги позиковим джерелам фінансування діяльності підприємства, є реальною основою зростання рівня його прибутковості.

Одночасно максимізація фінансового ризику породжує ймовірність настання несприятливих фінансових подій – неплатежів, штрафів, втрат контрагентів, тощо, що в кінцевому підсумку стає реальною загрозою стійкого розвитку підприємства та підвищує ймовірність його банкрутства. Зокрема, використання більш дешевих короткострокових кредитних ресурсів на фінансування довгострокових активів, що є досить розповсюдженим у практиці фінансування підприємств України, часто закінчується втратою платоспроможності при високому рівні рентабельності. Часто менеджмент підприємств, не приділяє уваги питанням доцільності вибору того чи іншого варіанту

¹ Посохов, І. М. (2013). Аналіз досліджень зарубіжних наукових шкіл ризик-менеджменту. *Маркетинг і менеджмент інновацій*, 4, 164-172.

² Модільяні, Ф., Міллер, М. (2001). *Скільки стоить фірма?* Москва: Дело.

³ *Податковий кодекс, ст. 141, р. 3, 2011* (Верховна Рада України). *Офіційний сайт Верховної Ради України*. <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>> (2020, лютий, 02).

фінансування, вибір відбувається на основі простого порівняння рівня рентабельності з рівнем відсоткової ставки. У даному аспекті виникає необхідність забезпечення відповідності строків залучених джерел фінансування та напрямків їх інвестування, а також врахування можливості зростання ризикованості структури фінансування підприємства.

Таким чином, у контексті практичних аспектів фінансування підприємств України, необхідним є розгляд проблематики не мінімізації фінансових ризиків, а саме їх оптимізації. Націленість на мінімізацію ризику на нашу думку є невиправданою, оскільки може призвести до втрати частини економічного ефекту у вигляді недоотримання потенційно можливого доходу.

Важливим є визначення та конкретизація сфери зародження фінансових ризиків підприємства. Практичні аспекти інтерпретації фінансового розвитку підприємства дають змогу розглядати процес реалізації фінансових відносин підприємств у рамках здійснення його поточної та стратегічної діяльності. Першоосною та базою для виокремлення стратегічних фінансових ризиків є поточна фінансова діяльність та ризики, які вона продукує. Це дозволяє обмежити сферу дослідження фінансовими відносинами, що виникають у процесі поточної діяльності підприємства.

Тобто основою успішного функціонування підприємства в ринковій економіці є передусім оптимізація рівня фінансового ризику підприємства у рамках його поточної діяльності.

Раціональний підхід до рішення дилеми «ризик-дохідність», як переконує світова практика, є передумовою його економічного розвитку. Так, світова фінансова криза 2008 року показала, що помилки фінансового управління можуть обходитися дуже дорого. Причиною краху багатьох компаній стала саме високоризикова політика фінансування¹.

Як наголошує відомий американський експерт у галузі фінансів Юджин Ф. Брігхем, в основі стабільного розвитку підприємства лежать два взаємозалежних чинники: наявні активи, що забезпечують прибутки й необхідний обсяг готівки, і можливості зростання, тобто можливості нових капіталовкладень, що приведуть до збільшення обсягів прибутків та готівки у майбутньому². З огляду на це забезпечення стійкого розвитку підприємства потребує поєднання таких характеристик фінансово-господарської діяльності: високої обіговості власних коштів, високої платоспроможності, фінансової незалежності, високої фондівдачі та високої рентабельності. Бачення цих показників через призму фінансових ризиків дає змогу визначити їх внутрішні протиріччя. Так, досягнення високого рівня платоспроможності та фінансової незалежності (мінімальний фінансовий ризик) не дає змоги отримати максимально високий рівень рентабельності та фондівдачі (максимальна дохідність).

Перед менеджментом підприємства постає задача реалізації комплексу управлінських впливів щодо визначення необхідного оптимального рівня фінансового ризику допустимого у процесі фінансування поточної діяльності підприємств. Обмеження сфери дослідження рамками поточної діяльності підприємства дозволяє нам визначити об'єкт цих управлінських впливів, як оборотні активи підприємства та напрямки їх фінансування.

Якщо конкретизувати за допомогою фінансових показників завдання, що ми ставимо на початку дослідження, то можемо визначити рішення дилеми «ризик-дохідність», у рамках трьох завдань:

- 1) забезпечення постійної платоспроможності;
- 2) забезпечення зростання рентабельності власного капіталу;
- 3) встановлення правильного балансу між 1 і 2 завданням.

Платоспроможність підприємства полягає у його здатності не зупиняючи свою діяльність, своєчасно і в повному обсязі виконувати фінансові зобов'язання, термін сплати яких настав. Платоспроможність підприємства водночас забезпечується достатнім рівнем ліквідності його активів (можливість перетворення існуючих активів у активи, що швидко реалізуються), та спроможністю своєчасно і повністю виконувати свої платіжні зобов'язання. Рівень ліквідності активів визначається передусім галузевою належністю підприємства. Так, співвідношення між обсягом інвестування до основного та оборотного капіталу підприємства визначається специфікою основної його діяльності. Таким чином, вплив управлінських рішень у цій сфері є досить обмеженим. Більш гнучкою до фінансового управління є найбільш ліквідна частина активів підприємства – оборотні активи, що формалізуються у обсягах та структурі інвестицій у оборотний капітал.

¹ Borodina, S., Shvyrkov, O., Bouis, J. (2010). *Investing in BRIC countries: evaluating risk and governance in Brazil, Russia, India, & China*. New York : McGraw-Hill.

² Бригхэм, Ю.Ф., Хьюстон, Д. А. (2013). *Финансовый менеджмент: экспресс-курс*. Санкт-Петербург: Питер.

Таким чином, фінансовий ризик підприємства, конкретизований показником його платоспроможності виникає у процесі формування, перерозподілу та використання фінансових ресурсів, направлених на фінансування оборотних активів підприємства.

Оптимізація фінансового ризику має відбуватися у рамках вибору політики фінансування оборотних активів. З огляду на рівень фінансового ризику вітчизняними та зарубіжними вченими загальноприйнято виділяти три підходи до фінансування та формування оборотних активів – помірний, консервативний та агресивний^{1,2,3}. Звичайно структура та склад оборотних активів також залежить від галузевої належності підприємства, проте критерії ефективності формування останніх повинні бути чітко обмежені величиною оптимального фінансового ризику. Управління процесом формування і фінансування оборотних активів дозволяє впливати на ліквідність підприємства та рівень дохідності його операційної діяльності. Таким чином, удосконалення політики фінансування оборотних активів виступає основою оптимізації фінансового ризику підприємств.

Проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що головною метою політики фінансування оборотних активів підприємства має стати забезпечення його рівноважної позиції на шкалі «ризик-дохідність» шляхом оптимізації рівня фінансового ризику в процесі фінансування поточної господарської діяльності для максимізації добробуту власників підприємства. Оптимізацію фінансового ризику слід розглядати у якості інструменту досягнення фінансової рівноваги підприємства, оскільки наявність певного оптимального фінансового ризику дасть змогу забезпечити достатній рівень платоспроможності при одночасному зростанні добробуту власників підприємства.

Реалізація головної мети політики фінансування оборотних активів підприємства передбачає рішення певної сукупності завдань:

1. Формування оптимального обсягу фінансування необхідного рівня оборотних активів. Дана задача реалізується в процесі визначення загальної потреби фінансування оборотних активів, їх складу та структури з огляду на забезпечення безперервності господарських процесів та збереження достатнього рівня ліквідності активів.

2. Формування оптимальної структури фінансування оборотних активів націленої на забезпечення зростання рівня дохідності власного капіталу підприємства. При цьому найбільш важливим є мінімізація вартості джерел фінансування оборотних активів та встановлення такого співвідношення між окремими його елементами, що забезпечує отримання максимального прибутку.

3. Забезпечення фінансової рівноваги та заданого рівня фінансової гнучкості підприємства у процесі його поточної діяльності. Фінансова рівновага досягається достатнім рівнем платоспроможності та дохідності підприємства. Фінансова гнучкість знаходить своє відображення в здатності підприємства в процесі поточної господарської діяльності досить швидко та ефективно формувати додатковий оборотний капітал за рахунок різних джерел, дотримуючись раціональної його структури.

4. Забезпечення оптимізації фінансового ризику в процесі формування та використання оборотного капіталу підприємства. Це завдання вирішується як шляхом оптимізації залучених джерел фінансування оборотних активів, так і диверсифікації вкладення цих коштів в оборотні активи. Суттєве значення має використання як внутрішніх так і зовнішніх сучасних інструментів хеджування фінансових ризиків.

Висновки та перспективи подальших досліджень. На нашу думку вирішення питання оптимізації фінансового ризику в процесі поточної діяльності підприємства є запорукою подальшого його розвитку, адже постійна розбалансованість співвідношення складових частин дилеми фінансового управління – «дохідність – ризик», рано чи пізно призведе до фінансової кризи навіть дуже успішного підприємства.

З метою забезпечення стабільного розвитку підприємства необхідна подальша розробка методики вибору найкращої, з точки зору оптимізації фінансового ризику підприємства, політики фінансування обігових коштів в умовах невизначеності та ризику.

Важливим є напрацювання інструментарію управління фінансуванням поточної діяльності підприємства як базового елементу реалізації його генеральної фінансової стратегії. Правильні та раціональні рішення у сфері фінансування оборотних активів це щоденна кропітка робота фінансових

¹ Бланк, И. А. (2007). *Основы финансового менеджмента*. Москва: Омега-Л, Эльга.

² Стоянова, Е. С. (2010). *Финансовый менеджмент: теория и практика*. Москва: Перспектива.

³ Кірейцев, Г. Г. (2002). *Финансовый менеджмент*. Київ: ЦУЛ.

служб. Організація цієї роботи повинна базуватись на визначенні оптимального рівня фінансового ризику та напрацюванні інструментів його дотримання.

References:

1. Posokhov, I. M. (2013). Analiz doslidzhen zarubizhnykh naukovykh shkil ryzyk-menedzhmentu [Analysis of studies of foreign scientific schools of risk management]. *Marketynng i menedzhment innovacij* [Marketing and innovation management], 4, 164-172. [in Ukrainian].
2. Modiljani, F., Miller, M. (2001). *Skolko stoit firma?* [How much is the company?] Moskow: Delo [in Russian].
3. *Podatkovyy kodeks, 2011* (Verkhovna Rada Ukrayiny) [Tax Code, 2011 (Verkhovna Rada of Ukraine)]. Oficijnyj sajt Verkhovnoyi Rady Ukrayiny [The official website of the Verkhovna Rada of Ukraine], <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>> (2020, February, 02). [in Ukrainian].
4. Borodina, S., Shvyrkov, O., Bouis, J. (2010). *Investing in BRIC countries: evaluating risk and governance in Brazil, Russia, India, & China*. New York : McGraw-Hill. [in English].
5. Brighjem, J. F. Hjuston, D. A. (2013). *Finansovyy menedzhment: jekspress-kurs* [Financial management: express course]. Sankt-Peterburg: Piter. [in Russian].
6. Blank, I. A. (2007). *Osnovy finansovogo menedzhmenta* [Fundamentals of financial management] Moskow: Omega-L, Jelga [in Russian].
7. Stojanova, E. S. (2010). *Finansovyy menedzhment: teorija i praktika* [Financial management: theory and practice] Moskow: Perspektiva. [in Russian].
8. Kirejcev, G. G. (2002). *Finansovyy menedzhment* [Financial management]. Kyiv: CzUL [in Ukrainian].