

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені Вадима Гетьмана»

Фінансовий менеджмент

Підручник

*Керівник колективу авторів і науковий редактор
професор А. М. Поддєрьогін*

2-ге видання, перероблене



УДК 005.915 (0.75.8)
ББК 65.290-93
Ф 59

Колектив авторів

А. М. Поддєрьогін, Н. Д. Бабяк, М. Д. Білик, Л. В. Буряк,
О. М. Грицино, Г. В. Корнилюк, Г. П. Куліш, Я. І. Невмержицький,
О. А. Островська, О. В. Павловська, Н. Ю. Пастухова,
Н. М. Притуляк, В. З. Потій, В. О. Романишин, І. М. Свідерська,
О. О. Терещенко, С. В. Ушеренко, В. В. Чепка Д. Ю. Циплюк

Керівник колективу авторів і науковий редактор
професор А. М. Поддєрьогін

Рецензенти

О. О. Гаманкова, д.е.н., проф.
(Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана)

В. І. Грушко, д.е.н., проф.
(Університет економіки та права «КРОК»)

О. С. Гудзь, д.е.н., проф.
(Державний університет телекомунікацій)

Редакційна колегія фінансова-економічного факультету

Голова редакційної колегії: Хлівний В. К., проф., к.е.н.

Відповідальний секретар редакційної колегії: Мурашко О. В., доц., к.е.н.

Члени редакційної колегії: Аржевітін С. М., д.е.н.; Гаманкова О. О., проф., д.е.н.; Гапонюк М. А., проф., к.е.н.; Майорова Т. В., проф., д.е.н.; Опарін В. М., проф., д.е.н.; Примостка Л. О., проф., д.е.н.; Терещенко О. О., проф., д.е.н.; Федосов В. М., проф., д.е.н.

Рекомендовано до друку Науково-методичною радою КНЕУ
Протокол № 8 від 26.05.2016

Фінансовий менеджмент [Електронний ресурс] : підручник / [А. М. Поддєрьогін, Н. Д. Бабяк М. Д. Білик та ін.] ; кер. кол. авт. і наук. ред. проф. А. М. Поддєрьогін. — 2-ге вид., перероб. — Київ : КНЕУ, 2017. — 534, [2] с. ISBN 978–966–926–144–1

Підручник підготовлений відповідно до навчальної програми з нормативної дисципліни «Фінансовий менеджмент», викладання якої передбачено, для підготовки магістрів галузі знань «Управління та адміністрування». У підручнику викладено теоретичні та організаційні основи, систему забезпечення фінансового менеджменту. Розглянуто управління грошовими потоками, прибутком, оборотними активами, фінансовими ризиками, капіталом, інвестиціями, антикризове фінансове управління підприємством; визначення вартості грошей у часі та її використання в фінансових розрахунках, аналіз фінансових звітів у прийнятті управлінських рішень.

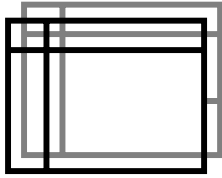
Для студентів, аспірантів, викладачів, практичних працівників у сфері фінансів і бізнесу.

УДК 005.915 (0.75.8)
ББК 65.290-93

Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється

© А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик,
Л. Д. Буряк та ін., 2005
© КНЕУ, 2005
© А. М. Поддєрьогін, Н. Д. Бабяк,
М. Д. Білик та ін., 2017, перероблене
© КНЕУ, 2017, перероблене

ISBN 978–966–926–144–1



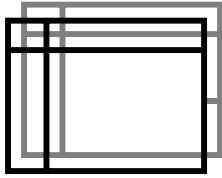
Зміст

Передмова	7
Розділ 1. Теоретичні та організаційні основи фінансового менеджменту	9
1.1. Сутність фінансового менеджменту	10
1.2. Функції фінансового менеджменту	19
1.3. Організація фінансового менеджменту	20
1.4. Стратегія і тактика фінансового менеджменту	23
1.5. Концепції фінансового менеджменту	30
Розділ 2. Система забезпечення фінансового менеджменту ..	40
2.1. Організаційне забезпечення фінансового менеджменту ..	41
2.2. Вимоги до інформаційного забезпечення фінансового менеджменту	47
2.3. Використання зовнішньої і внутрішньої інформації у фінансовому управлінні	55
Розділ 3. Управління грошовими потоками	61
3.1. Грошові потоки як об'єкт фінансового менеджменту	62
3.1.1. Економічна сутність грошових потоків	62
3.1.2. Структурування грошових потоків	64
3.2. Інструментарій управління грошовими потоками	76
3.2.1. Політика управління грошовими потоками	77
3.2.2. Оцінка грошових потоків	80
3.3. Моделювання управління грошовими потоками	81
3.3.1. Структура моделі управління грошовими потоками	82
3.3.2. Управління операційним грошовим потоком	84
3.3.3. Управління інвестиційним і фінансовим грошовими потоками	86

Розділ 4. Визначення вартості грошей у часі та її використання у фінансових розрахунках	91
4.1. Методичний інструментарій оцінювання вартості грошей у часі та його застосування у фінансових розрахунках	92
4.2. Визначення майбутньої вартості грошей у фінансових розрахунках	97
4.3. Визначення теперішньої вартості грошей у фінансових розрахунках	103
Розділ 5. Управління прибутком	118
5.1. Прибуток як об'єкт фінансового менеджменту	119
5.2. Організація та інструментарій управління прибутком	123
5.2.1. Стратегія управління прибутком	124
5.2.2. Індикатори управління прибутком підприємств	126
5.2.3. Обґрунтування фінансових рішень у контексті управління прибутком	128
5.3. Управління формуванням доходів	131
5.4. Управління витратами підприємства	142
5.5. Управління використанням прибутку і дивідендна політика	152
Розділ 6. Управління активами	162
6.1. Активи як об'єкт фінансового менеджменту	163
6.2. Управління оборотними активами	169
6.2.1. Завдання управління оборотними активами	169
6.2.2. Управління запасами	172
6.2.3. Управління дебіторською заборгованістю	181
6.2.4. Управління грошовими активами	193
6.2.5. Стратегія фінансування оборотних активів	204
6.3. Управління необоротними активами	209
6.4. Управління інтелектуальними активами	215
Розділ 7. Управління капіталом підприємства	231
7.1. Капітал підприємства як об'єкт управління	232
7.1.1. Економічна сутність капіталу	232
7.1.2. Цілі та принципи управління капіталом підприємств	236
7.2. Політика формування власного капіталу підприємства	243
7.3. Позиковий капітал і фінансовий леверидж	253
7.3.1. Класифікація позикового капіталу підприємства	253
7.3.2. Ефект фінансового важеля та його використання в управлінні позиковим капіталом підприємства	261
7.4. Управління вартістю і структурою капіталу підприємства	265
7.4.1. Визначення вартості капіталу підприємства	265
7.4.2. Середньозважена вартість капіталу підприємства	275
7.4.3. Фінансова структура капіталу підприємства	279
7.4.4. Теорії структури капіталу підприємства	283

Розділ 8. Управління інвестиціями	291
8.1. Економічна сутність інвестицій та їх класифікація	292
8.2. Основи управління інвестиційною діяльністю підприємства	296
8.3. Фінансовий менеджмент інвестиційних проектів	299
8.3.1. Інвестиційний проект як об'єкт управління	299
8.3.2. Вибір стратегії фінансування інвестиційних проектів	303
8.3.3. Розробка фінансової моделі проекту	309
8.3.4. Критерії прийняття фінансово-інвестиційних рішень	313
8.3.5. Фінансовий контролінг у реалізації інвестиційних проектів	323
8.4. Управління фінансовими інвестиціями	329
8.4.1. Особливості формування та способи управління портфелем цінних паперів	329
8.4.2. Оцінка ефективності фінансових вкладень	334
8.5. Фінансова комунікація та інвестор рілейшнз в управлінні інвестиціями	340
Розділ 9. Управління фінансовими ризиками	346
9.1. Ризики у фінансово-господарській діяльності суб'єктів господарювання	347
9.1.1. Умови виникнення ризиків	349
9.1.2. Види ризиків та їх характеристика	351
9.1.3. Критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності	354
9.1.4. Сучасні концепції організації управління ризиками	355
9.2. Модель управління фінансовими ризиками	358
9.2.1. Структура моделі управління ризиками	360
9.2.2. Характеристика основних факторів, що визначають параметри моделі управління ризиками	361
9.2.3. Основні кількісні показники, що використовуються в моделі управління ризиками	364
9.3. Нейтралізація фінансових ризиків	368
9.3.1. Поняття нейтралізації та толерантності ризику	369
9.3.2. Стратегія уникнення ризиком	371
9.3.3. Страхування як форма нейтралізації фінансових ризиків	372
9.3.4. Диверсифікація як засіб зменшення величини фінансового ризику	375
9.3.5. Стратегія хеджування ризиків	376
Розділ 10. Аналіз фінансових звітів підприємств у прийнятті управлінських рішень	382
10.1. Методичні основи аналізу фінансових звітів	383
10.2. Аналіз звіту про фінансовий стан	390

10.3. Аналіз звіту про сукупний дохід	395
10.4. Аналіз звіту про рух грошових коштів	402
10.5. Аналіз звіту про власний капітал	408
Розділ 11. Фінансове планування і прогнозування на підприємстві	418
11.1. Система фінансових планів підприємства	419
11.2. Методи фінансового прогнозування і планування	428
11.3. Фінансова стратегія підприємства	439
11.4. Бюджетування в управлінні підприємством	453
11.5. Управління виконанням фінансових планів	459
Розділ 12. Антикризове фінансове управління підприємством	473
12.1. Сутність і доміанти антикризового фінансового управління	474
12.2. Інституційні аспекти антикризового фінансового менеджменту	479
12.3. Оцінка санаційної спроможності підприємства як передумова прийняття антикризових фінансових рішень	483
12.4. План санації	497
12.5. Фінансова санація та реструктуризація в антикризовому управлінні підприємством	501
12.6. Оцінка ефективності антикризового фінансового управління	509
<i>Глосарій</i>	<i>514</i>
<i>Література</i>	<i>533</i>



Передмова

Невід'ємною складовою соціально орієнтованої ринкової економіки є ефективно функціонуюча ланка фінансової системи — фінанси підприємств. Формування і забезпечення конкурентоспроможності української економіки та її ефективне інтегрування у світове економічне співтовариство неможливе без належного оздоровлення і розвитку базової ланки економіки, основаної на ефективному фінансовому управлінні господарською діяльністю підприємств. Реформування та еволюційний розвиток фінансів підприємств в умовах вітчизняної економіки, забезпечення її стабільності потребують новітніх науково обґрунтованих методів управління їх функціонуванням.

Серед ключових завдань управління фінансами підприємств (фінансового менеджменту) особлива роль відводиться досягненню і подальшому забезпеченню високого рівня конкурентоспроможності вітчизняних підприємств як у короткостроковому, так і в довгостроковому періодах. Фінансове управління діяльністю підприємства має створювати умови для приросту достатку власників такого підприємства, забезпечуючи при цьому ефективний перерозподіл капіталу в межах національної економіки та формування середнього класу власників. Розв'язання цих та інших завдань фінансового менеджменту безпосередньо залежить від рівня професійної підготовки майбутніх фінансистів, рівня їх компетенції, вміння обґрунтовувати і приймати правильні управлінські фінансові рішення.

Автори підручника намагалися знайти оптимальний компроміс між висвітленням теоретичних і практичних аспектів організації фінансового менеджменту та підготувати підручник, який би був корисним студентам і фінансистам-практикам, даючи їм теоретичне підґрунтя для ефективнішої реалізації їх практичного досвіду. Доступна і проста мова викладення складних проблем фінансового управління підприємством дасть змогу ознайомитися з новітніми тенденціями у фінансовому менеджменті всім зацікавленим особам.

Підручник підготовлений відповідно до навчальної програми науки «Фінансовий менеджмент». У ньому висвітлено практичний досвід вітчизняних та іноземних суб'єктів господарювання з фінансового управління. Зокрема, розглянуто такі питання, як самофінансування підприємства на основі управління доходами і витратами, грошовими потоками підприємства, управління активами в процесі операційної та інвестиційної діяльності, фінансування потреби в капіталі та управління структурою капіталу підприємства, реалізація функцій планування і прогнозування фінансово-господарської діяльності, фінансовий аналіз основних його результатів, управління ризиками підприємства, а також питання антикризового фінансового менеджменту.

Перше видання підручника було здійснено у 2005 році в КНЕУ. Підручник використовується студентами більшості вищих закладів освіти України.

При підготовці другого видання підручника «Фінансовий менеджмент» були внесені певні зміни в його структуру, виходячи з потреб удосконалення викладання фінансового менеджменту і рекомендацій фахівців.

Стосовно кожного розділу підручника визначено: перелік знань і вмінь, якими має опанувати студент (читач) після його вивчення; резюме за змістом роз-

ділу; основні терміни, поняття та їх визначення; питання для самоконтролю; список рекомендованої літератури для поглибленого вивчення.

До підручника в цілому підготовлено глосарій і список літератури, який включає законодавчі і нормативні документи, фундаментальні підручники і навчальні посібники, монографії вітчизняних і зарубіжних авторів.

При підготовці другого видання підручника, визначенні його змісту і структури було враховано, що в 2015 р. викладачами кафедри корпоративних фінансів і контролінгу був підготовлений навчальний посібник «Фінансовий менеджмент. Практикум» в електронному і паперовому варіантах. Заслуговує на увагу інноваційний характер указанного посібника. В посібнику представлено значну кількість практичних завдань, тестів для самостійної роботи, а також методичні рекомендації до виконання практичних і тестових завдань.

З метою активізації навчального процесу під час вивчення науки «Фінансовий менеджмент» у навчальному посібнику по кожній темі були розроблені завдання для активного вивчення матеріалу, творчого мислення студентів, підготовки есе.

Наявність указанного навчального посібника дозволила зосередити увагу при підготовці другого видання підручника «Фінансовий менеджмент» на підвищенні його науково-теоретичного рівня. Це знайшло відображення в структурі і викладенні матеріалу по кожному розділу підручника.

Підручник підготовлений колективом викладачів кафедри корпоративних фінансів і контролінгу Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана під науковим керівництвом професора А. М. Поддєрьогіна.

Автори підручника:

А. М. Поддєрьогін (керівник колективу авторів, науковий редактор), канд. екон. наук, проф. (вступ, розд. 3, 5);

Н. Д. Бабяк, канд. екон. наук, проф. (розд. 8);

М. Д. Білик, д-р екон. наук, проф. (розд. 8, 11);

Л. Д. Буряк, канд. екон. наук, проф. (розд. 6.1, 6.2, 6.3);

О. М. Грицино, канд. екон. наук, доц. (розд. 3);

А. В. Корнилюк, канд. екон. наук, доц. (розд. 5);

Л. П. Куліш, канд. екон. наук, доц. (розд. 7);

Я. І. Невмержицький, старш. викл. (розд. 5, 9);

О. А. Островська, канд. екон. наук, доц. (розд. 4, 12);

О. В. Павловська, д-р екон. наук, проф. (розд. 1, 2, 10);

Н. Ю. Пастухова, старш. викл. (розд. 3);

Н. М. Притуляк, кад. екон. наук, доц. (розд. 6.4, 10);

В. З. Потій, канд. екон. наук, проф. (розд. 7);

В. О. Романишин, канд. екон. наук, доц. (розд. 6.1, 6.2, 6.3);

І. М. Свідерська, канд. екон. наук, доц. (розд. 1, 2);

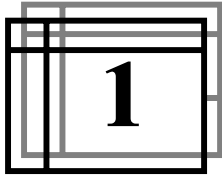
О. О. Терещенко, д-р екон. наук, проф. (розд. 12);

С. В. Ушеренко, канд. екон. наук, доц. (розд. 11.3, 11.5);

Д. Ю. Циплюк, канд. екон. наук, старш. викл. (розд. 11.1, 11.2, 11.4);

В. В. Чепка, канд. екон. наук, доц. (розд. 1, 2).

Колектив авторів і його науковий керівник вдячні фахівцям (ученим і практикам), які дали свої зауваження до першого видання підручника, а також у процесі підготовки рукопису другого видання, що сприяло підвищенню якості підручника.



Розділ

1

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Вивчивши матеріал цього розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- сутність фінансового менеджменту, його складові та значення у діяльності підприємства;
- функції та основні завдання фінансового менеджменту;
- принципи, головна мета фінансового менеджменту;
- основні напрями організації та регулювання фінансової діяльності підприємства;
- базові концепції, які сформувалися в теорії та практиці фінансового менеджменту;
- сутність тактичного і стратегічного фінансового менеджменту.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- систематизувати інформацію для прийняття управлінських фінансових рішень;
- застосовувати методики визначення базових показників фінансового менеджменту;
- використовувати фінансовий механізм управління підприємством;
- обґрунтовувати стратегію і тактику фінансового менеджменту та розробляти фінансову політику підприємства.

Основні терміни та поняття

Фінансовий менеджмент

Функції фінансового менеджменту

Фінансовий механізм

Фінансова стратегія підприємства

Фінансова тактика підприємства

Фінансова політика підприємства

Фінансові ресурси підприємства

Фінансові рішення

1.1. СУТНІСТЬ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Категорія «менеджмент» застосовується для характеристики трьох понять: системи економічного управління, органу управління (апарату управління), форми підприємницької діяльності. Найчастіше під менеджментом (англ. management — управління) розуміють систему економічного управління виробництвом, яка включає сукупність принципів, методів, форм і прийомів управління.

Невід'ємною складовою менеджменту є **фінансовий менеджмент** — процес управління формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів суб'єкта господарювання та оптимізації обороту його грошових коштів.

Фінансовий менеджмент ґрунтується на системі принципів, засобів і форм організації грошових відносин підприємства, спрямованих на управління його фінансово-господарською діяльністю. Складовими фінансового менеджменту є:

- визначення та реалізація фінансової політики підприємства;
- інформаційне забезпечення (складання та аналіз фінансової звітності підприємства);
- фінансове планування і прогнозування;
- аналіз і контроль за фінансово-господарською діяльністю підприємства з метою діагностики його фінансового стану, виявлення резервів збільшення доходів і прибутків та оптимізації витрат;
- оцінювання інвестиційних проектів і формування портфеля інвестицій;

Фінансово-економічні відносини формуються у трьох взаємопов'язаних напрямках:

- ринок грошей і капіталу;
- ринок інвестицій;
- фінансовий менеджмент.

На основі фінансового менеджменту здійснюється управління всією фінансово-господарською діяльністю підприємства, формування і використання усіх видів його фінансових ресурсів із застосуванням методів і важелів фінансового механізму, тобто формується мистецтво управління фінансовою діяльністю підприємства.

Ефективне функціонування фінансового менеджменту багато в чому визначається такими факторами, як:

- приватна власність на засоби виробництва та землю;
- самофінансування підприємницької діяльності;
- ринкове ціноутворення;
- ринок праці, товарів і капіталу;
- чітке регламентування державного втручання в роботу підприємства.

Матеріальною основою фінансового менеджменту є рух вхідних і вихідних грошових потоків, тобто економічний процес, який супроводжує рух вартості.

До основних принципів фінансового управління підприємством відносять:

1) **принцип фінансової стратегії**, що визначає можливість збалансування матеріальних і грошових ресурсів;

2) **принцип стратегії управління**, тобто виявлення можливостей розширення виробництва, прогнозування інноваційних варіантів розвитку, пошук альтернативних шляхів прийняття рішень, вибір нових шляхів фінансування;

3) **орієнтація на стратегічні цілі розвитку підприємства**. Дотримуючись цього принципу, фінансовий менеджер повинен знати, що якими б високоефективними з економічної точки зору не здавалися проекти управлінських рішень у сфері фінансового менеджменту в поточному періоді, вони обов'язково мають бути відхилені, якщо суперечать місії підприємства, стратегічному напрямку його розвитку — зростанню ринкової вартості підприємства;

4) **плановість і системність у розробленні управлінських рішень** — це планування матеріальних і фінансових ресурсів з метою забезпечення їх збалансованості, системність у розробці стратегії і тактики фінансового менеджменту. Передбачає інтегрованість із загальною системою управління підприємством. Фінансовий менеджмент охоплює питання усіх рівнів управління і безпосередньо пов'язаний з операційним, інноваційним, стратегічним, інвестиційним, антикризовим менеджментами, менеджментом персоналу і деякими іншими видами функціонального менеджменту;

5) **комплексний характер формування управлінських рішень**. Уся діяльність підприємства — результат прийняття різних за характером і цілями, але взаємопов'язаних за змістом рішень у частині формування, розподілу і використання фінансових ресурсів та організації грошового обігу. Усі рішення тісно взаємозв'язані і чинять пряму або непряму дію на результати фінансової діяльності підприємства;

6) **високий динамізм управління**. Управління, у тому числі фінансове, має бути адекватним і оперативним. Зовнішнє середовище підприємства постійно змінюється, тому управлінські рішення необхідно приймати в короткі терміни у разі зміни ситуації в зовнішньому та внутрішньому середовищах.

Об'єктом управління у фінансовому менеджменті є формування і використання усіх видів фінансових ресурсів, у тому числі грошових коштів, інвестицій, основних та оборотних активів, організація поточної фінансової роботи на підприємстві.

У процесі організації фінансового менеджменту здійснюються планування, прогнозування, регулювання, координація, стимулювання, контроль та аналіз.

Розглянемо структурно-логічну схему фінансового менеджменту (рис. 1.1).

Отже, фінансовий менеджмент вирішує завдання фінансового управління діяльністю підприємства — від постановки фінансових цілей до прийняття рішень, організації і контролю за їх виконанням та оцінювання результатів фінансової діяльності.

З метою управління фінансами підприємства застосовується фінансовий механізм.

Фінансовий механізм в управлінні підприємством — це цілісна система управління фінансами підприємства, на якій ґрунтується фінансовий менеджмент і яка призначена для організації взаємодії об'єктів і суб'єктів господарювання у сфері фінансових відносин, формування і використання фінансових ресурсів, забезпечення ефективного впливу фінансової діяльності на кінцеві результати роботи підприємства (рис. 1.2).

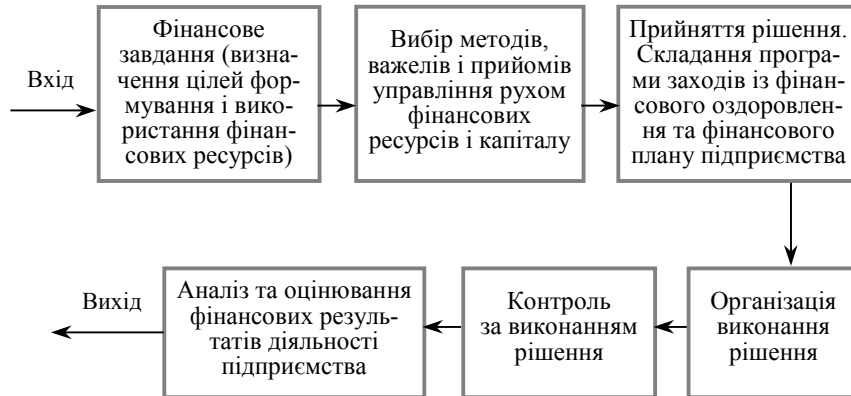


Рис. 1.1. Структурно-логічна схема фінансового менеджменту

ФІНАНСОВИЙ МЕХАНІЗМ				
Фінансові методи	Фінансові важелі	Правове забезпечення	Нормативне забезпечення	Інформаційне забезпечення
<ul style="list-style-type: none"> Планування прогнозування інвестування кредитування самокредитування самофінансування нормування резервування лімітування система розрахунків матеріальне стимулювання і відповідальність страхування заставні операції трансфертні операції трастові операції оренда лізинг факторинг фондоутворення взаємовідносини із засновниками, суб'єктами господарювання, органами державного управління 	<ul style="list-style-type: none"> Прибуток дохід амортизація фінансові санкції ціна орендна плата дивіденди процентні ставки ставки податків дисконт цільові економічні фонди вклади пайові внески інвестиції (прямі, венчурні, портфельні) котирування валютних курсів форми розрахунків види кредитів франшиза преференція курси валют, цінних паперів 	<ul style="list-style-type: none"> Закони укази Президента постанови Уряду накази і листи міністерств і відомств розпорядження статут юридичної особи (суб'єкта господарювання) 	<ul style="list-style-type: none"> Інструкції нормативи норми методичні вказівки інша нормативна документація 	<p><i>Усі види інформації:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> звітні та оперативні дані (Звіт про фінансовий стан (баланс), форми 2–4); статистичні і фінансові оперативні дані; нормативна та інструктивна інформація усіх рівнів (державна, регіональна, галузева); планово-прогнозна інформація; довідково-аналітична інформація

Рис. 1.2. Структура фінансового механізму

Відмічаючи, що *правове забезпечення* — це чинні закони України, укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, накази і положення міністерств та відомств, установчі договори і статuti підприємств. Конституція України є важливим джерелом фінансового права і відображає правовий простір, в якому здійснюється розвиток підприємництва в країні.

Фінансове законодавство охоплює всі сфери і ланки фінансової системи й усі форми і методи фінансової діяльності, які підлягають правовій регламентації.

В. М. Опарін фінансове законодавство поділяє на дві частини: законодавчі акти, що безпосередньо регулюють фінансові відносини, і закони з інших сфер діяльності, в яких виділяються фінансові засади їх функціонування [3, с. 65].

До першої частини належать законодавчі акти, що регламентують фінансові відносини на макрорівні і взаємозв'язки фінансів суб'єктів господарювання з державними фінансовими інституціями та інституціями фінансового ринку. Це закони про бюджетну і податкову системи, державний борг, центральний банк, банки і банківську діяльність, страхування, цінні папери, інвестиційну діяльність та ін. Також належать закони, що регламентують окремі види фінансових операцій — про лізинг, факторинг, заставу тощо.

До другої групи відносять закони, що регламентують діяльність суб'єктів господарювання, у тому числі й фінансову, — про підприємства і підприємницьку діяльність, приватизацію, банкрутство та ін.

Основними законодавчими і нормативними актами, що регулюють виконання функцій фінансового менеджменту, є:

- Податковий кодекс України (2011 з наступними змінами і доповненнями);
- Закон України «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність України» від 16.07.1999 № 996 (з наступними змінами і доповненнями);
- Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку, затверджені Наказами Мінфіну України зі змінами та доповненнями; Міжнародні стандарти фінансової звітності; Методичні рекомендації щодо заповнення форм фінансової звітності, затверджені Наказом Мінфіну України від 28.03.2013 №433;
- Закон України «Про заставу» від 02.10.1992 (з наступними змінами та доповненнями);
- Закон України «Про фінансовий лізинг» від 16.12.1997 № 723/97 (з наступними змінами та доповненнями від 11.12.2003 № 1381-IV);
- Закон України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576 (з наступними змінами та доповненнями);
- Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI (з наступними змінами та доповненнями);
- Закон України «Про ціні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV (з наступними змінами та доповненнями);
- Закон України «Про інвестиційну діяльність» від 18.09.1991 р. № 1560 (з наступними змінами та доповненнями).

Інформаційне забезпечення передбачає інформацію різного виду і роду. Система інформаційного забезпечення — це безперервний і цілеспрямований підбір інформаційних показників, здійснення планових, звітних, аналітичних розраху-

нків, які необхідні для підготовки, прийняття і реалізації фінансових рішень. Якість формування і використання інформаційного забезпечення безпосередньо впливає на ефективність прийнятих фінансових рішень, реалізацію місії підприємства та стратегії бізнесу.

Система інформаційного забезпечення складається із зовнішньої та внутрішньої інформаційної бази. Зовнішня інформаційна база формується із показників розвитку світової економіки, держави, регіону, території, виду економічної діяльності, стану і перспектив розвитку конкурентів і контрагентів. Внутрішня інформаційна база формується з прогнозних і планових показників, з даних обліку та звітності, експертних оцінок, результатів внутрішнього аудиту та контролю.

Особливе значення у фінансовому менеджменті має звітність суб'єкта господарювання, яка формується відповідно до Наказу Міністерства фінансів України «Про затвердження Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»» від 07.02.2013 № 73.

Фінансова звітність підприємства складається з:

- балансу (звіту про фінансовий стан);
- звіту про фінансові результати (звіту про сукупний дохід);
- звіту про рух грошових коштів;
- звіту про власний капітал;
- приміток до фінансової звітності.

Якість прогнозних показників, своєчасність, реальність і повнота звітних даних та оцінка відхилень внутрішнього фінансового контролю дають можливість своєчасно реагувати на зміни у зовнішньому середовищі підприємства, знижувати ризики, уникати загроз.

У загальному вигляді діяльність фінансового менеджера здійснюється за такими напрямками:

I. Аналіз і планування майнового та фінансового стану підприємства.

II. Забезпечення підприємства фінансовими ресурсами (управління джерелами ресурсів).

III. Розподіл фінансових ресурсів (інвестиційна політика та управління активами).

Цими напрямками діяльності визначаються основні завдання, що стоять перед фінансовими службами підприємства.

За *напрямом I* провадиться загальна оцінка:

- активів підприємства і джерел їх фінансування;
- величини і складу ресурсів, необхідних для забезпечення певного економічного потенціалу підприємства і розширення його діяльності;
- джерел додаткового фінансування;
- системи контролю за станом і ефективністю використання фінансових ресурсів,

а також:

- розробка фінансової стратегії;
- планування і моніторинг ефективної фінансової діяльності;
- діагностика і запобігання банкрутству підприємства.

Напрямок II передбачає визначення:

- обсягу потрібних фінансових ресурсів;
- додаткових джерел мобілізації фінансових ресурсів;
- форми їх отримання (довго- чи короткостроковий кредити, власний капітал);
- витрат, пов'язаних із залученням усіх видів ресурсів;
- фінансового ризику;
- формування фінансових ресурсів і забезпечення оптимальної структури капіталу.

Напрямок III передбачає аналіз та оцінювання довго- і короткострокових рішень інвестиційного характеру:

- доцільності розподілу фінансових ресурсів і дивідендної політики підприємства;
- ефективності вкладень в основні засоби та інші необоротні активи;
- наявності оборотних коштів (у цілому і за видами);
- ефективності вкладень підприємств, інвестиційної політики.

Головна мета фінансового менеджменту — забезпечення максимізації добробуту власників підприємства у поточному і перспективному періодах, раціональне використання фінансових ресурсів, здатність підприємств покрити витрати, пов'язані з використанням ресурсів, і забезпечити прийнятний рівень доходів за мінімального ризику вкладників капіталу. Таке визначення мети отримує конкретне вираження у забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства, що реалізує кінцеві фінансові інтереси його власників.

Визначена мета фінансового менеджменту певною мірою суперечить поширеній думці ряду вчених про те, що головною метою фінансової діяльності підприємства є максимізація прибутку. Однак максимізація ринкової вартості підприємства не завжди автоматично досягається за максимізації його прибутку. Так, отриманий прибуток може бути використаний на цілі поточної потреби, унаслідок чого підприємство може залишитися без основного джерела формування власних фінансових ресурсів для свого майбутнього розвитку. Це може призвести до втрати підприємством у перспективі досягнутої конкурентної позиції на ринку, а також скорочує можливість формування власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, що в кінцевому підсумку веде до зниження його ринкової вартості.

Крім того, максимізація прибутку підприємства може бути досягнута за високого рівня фінансового ризику, загрози банкрутства в наступному періоді, а також може обумовити зниження його ринкової вартості. Тому в ринкових умовах максимізація прибутку є одним із важливих завдань фінансового менеджменту, але не може розглядатися як головна його мета.

Фінансове управління поточною діяльністю підприємства спрямовується на таке.

1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до завдань розвитку підприємства.

Це завдання реалізується через визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на наступний період, збільшення обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення необхідних

обсягів формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залученням позичкових фінансових ресурсів, оптимізацію структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.

2. Забезпечення ефективного використання фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства. Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення оптимальних пропорцій у їх використанні з метою виробничого і соціального розвитку підприємства, забезпечення дохідності інвестованого капіталу. Процес виробничого споживання сформованих фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства повинен підпорядковуватися стратегічній меті та має забезпечувати віддачу вкладених коштів.

3. Оптимізація грошових потоків підприємства (вхідних і вихідних). Це завдання реалізується шляхом ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його грошових коштів, забезпечення синхронізації обсягів надходження і витрат грошових коштів у кожному періоді, досягнення необхідної ліквідності його оборотних активів. Одним із результатів цього є оптимізація залишку вільних грошових активів, яка має забезпечувати зменшення втрат від їх неефективного використання та інфляції.

4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства з найменшим рівнем фінансового ризику. Максимізація прибутку досягається на основі ефективного управління активами підприємства, залучення в господарський оборот необхідного обсягу позикових фінансових ресурсів, вибором найефективніших напрямів операційної та фінансової діяльності.

При цьому з метою забезпечення розширеного економічного розвитку підприємство має максимізувати чистий прибуток, який залишається в його розпорядженні. Це забезпечується проведенням ефективної податкової, амортизаційної і дивідендної політики.

Максимізація рівня прибутку підприємства досягається, як правило, за суттєвого зростання рівня фінансових ризиків. Важливо, щоб максимізація прибутку забезпечувалася в межах допустимого фінансового ризику, конкретний рівень якого визначається власниками чи менеджерами підприємства на основі фінансових розрахунків.

5. Забезпечення мінімізації фінансового ризику за очікуваного рівня прибутку. Якщо рівень прибутку підприємства прогнозується заздалегідь, важливим завданням є зниження мінімально можливого фінансового ризику, за яким гарантується отримання цього прибутку. Така мінімізація забезпечується шляхом диверсифікації видів операційної і фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою мінімізації окремих фінансових ризиків, ефективними формами їх внутрішнього і зовнішнього страхування.

6. Забезпечення відносної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку. Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства і забезпечується формуванням раціональної структури майна і капіталу, ефективними пропорціями в обсягах формування фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, достатнім рівнем самофінансування інвестиційних потреб.

Розглянуті завдання фінансового менеджменту тісно взаємопов'язані між собою, хоча окремі з них і мають різноспрямований характер (наприклад, забезпечення максимізації суми прибутку за мінімізації рівня фінансового ризику; забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів і постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку). Отже, основні завдання фінансового менеджменту повинні реалізуватись у взаємозв'язку і взаємообумовленості.

Фінансовий стан підприємства багато в чому визначає його стійкість і стабільність. Тому в процесі практичної реалізації завдань фінансового менеджменту треба знаходити розумний компроміс між завданнями, що ставить перед собою підприємство, і фінансовими можливостями реалізації цих завдань для:

- підвищення обсягів продажу і прибутку;
- підтримки стабільної прибутковості підприємства;
- збільшення доходів власників (акціонерів);
- підвищення курсової вартості акцій підприємства.

Ці завдання вирішуються за допомогою раціонального управління потоками фінансових ресурсів підприємства та оптимізації джерел фінансування підприємства (як внутрішніх, так і зовнішніх):

- у результаті фінансово-господарської діяльності підприємства;
- на фінансовому ринку під час продажу акцій, облігацій, отримання кредитів;
- повернення суб'єктам фінансового ринку процентів і дивідендів як плати за капітал;
- сплати податкових платежів;
- інвестування і реінвестування у розвиток підприємства.

До основних базових показників, на основі яких оцінюється ефективність фінансової діяльності підприємства, належать:

1. **Додана вартість.** Цей показник за змістом є різницею між вартістю продукції, виробленої за певний час, з урахуванням збільшення запасу готової продукції, витрат на реалізацію, неопераційних доходів, а також продукції для внутрішнього споживання і вартість матеріальних активів, які споживалися.

До показника доданої вартості входять:

- виплати до державних та фондів;
- оплата праці;
- проценти за кредит;
- повернення боргів інвесторам і кредиторам;
- прибуток на вкладений капітал.

2. **Брутто-результат експлуатації інвестицій (БРЕІ)** — це додана вартість за вирахуванням витрат на оплату праці та відрахувань з оплати праці:

$$\text{БРЕІ} = \text{Додана вартість} - \text{Витрати з оплати праці (прямі та непрямі)}. \quad (1.1)$$

БРЕІ являє собою прибуток до вирахування амортизаційних відрахувань, фінансових витрат за позиками і податку на прибуток. За питомою вагою БРЕІ в доданій вартості можна судити про ефективність управління підприємством і скласти загальне уявлення про потенційну рентабельності та гнучкості підприємства.

3. *Нетто-результат експлуатації інвестицій (НРЕІ):*

$$\text{НРЕІ} = \text{БРЕІ} - \text{Витрати на відновлення основних засобів}. \quad (1.2)$$

На практиці за НРЕІ беруть прибуток, збільшений на суму фактичних витрат по заборгованості:

$$\text{НРЕІ} = \text{Прибуток} + \text{Проценти за кредит}. \quad (1.3)$$

4. *Рентабельність активів* (економічна рентабельність активів — EP_a).

$$\text{Ефективність виробництва} = \frac{\text{Ефект виробництва}}{\text{Витрати}} \cdot 100\%; \quad (1.4)$$

$$\text{EP}_a = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Активи} - \text{Відкладені платежі}} \cdot 100\%, \quad (1.5)$$

НРЕІ — нетто-результат експлуатації інвестицій.

$$\text{EP}_a = \frac{\text{Прибуток} + \text{Витрати по заборгованості}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}} \cdot 100\%; \quad (1.6)$$

$$\text{EP}_a = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}} \cdot 100\% \times \frac{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}}; \quad (1.7)$$

$$\text{KM} = \frac{\text{НРЕІ}}{\text{Оборот реалізації продукції (робіт, послуг)}} \cdot 100\%, \quad (1.8)$$

де KM — комерційна маржа, що показує, який результат експлуатації інвестицій припадає на кожен грошову одиницю обороту;

$$\text{KT} = \frac{\text{Оборот}}{\text{Активи} - \text{Кредиторська заборгованість}}, \quad (1.9)$$

де KT — коефіцієнт трансформації, що показує, скільки грошових одиниць обороту отримується з кожної грошової одиниці активу, тобто який оборот трансформації кожної грошової одиниці активу.

Отже, рентабельність активів дорівнює добутку комерційної маржі на коефіцієнт трансформації. Цей показник є важливим узагальнюючим показником результативності діяльності підприємства.

$$\text{EP}_a = \text{KM} \cdot \text{KT}. \quad (1.11)$$

На основі показника економічної рентабельності оцінюється прибутковість роботи підприємства.

1.2. ФУНКЦІЇ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Сутність фінансового менеджменту реалізується через його функції. Розглянемо їх прояв у фінансовому менеджменті.

Фінансовий менеджмент виконує такі функції:

- управління формуванням усіх фінансових ресурсів;
- управління розподілом і використанням усіх видів фінансових ресурсів;
- планування (бюджетування), прогнозування та аналіз фінансового управління діяльністю підприємства.

Сутність першої функції фінансового менеджменту полягає в управлінні своєчасним формуванням усіх видів фінансових ресурсів, а також у систематичному пошуку резервів додаткового накопичення фінансових ресурсів, особливо власних, для забезпечення належного фінансового стану і стійкої та стабільної роботи підприємства і для запобігання його банкрутству.

Ця функція фінансового менеджменту включає також стимулювання поповнення фінансових ресурсів, насамперед грошових коштів. У ролі фінансових стимулів можуть використовуватися проценти за кредити, ставки податків, податкові пільги, економічні штрафні санкції як антистимули та ін.

Сутність другої функції полягає в управлінні раціональним розподілом фінансових ресурсів, зокрема управлінні розподілом і перерозподілом усіх грошових надходжень, насамперед виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг).

Здійснення цієї функції фінансовим менеджментом потребує прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень про залучення вільних фінансових ресурсів для найефективніших вкладень.

Сутність третьої функції полягає у систематичному плануванні (бюджетуванні), прогнозуванні та аналізі як абсолютних фінансових показників, так і відносних оціночних коефіцієнтів і в ужитті за результатами такого аналізу невідкладних заходів з фінансового оздоровлення підприємства, а за потреби — рішень щодо управління його санацією.

У процесі планування, прогнозування та аналізу управління фінансовою діяльністю підприємства здійснюється:

- розробка фінансової стратегії, тактики і політики управління підприємством на перспективний період;
- формування на майбутнє фінансових управлінських служб, які спроможні забезпечити прийняття і практичну реалізацію управлінських рішень у сфері фінансово-господарської діяльності підприємства;
- формування та ефективне використання інформаційної бази фінансового управління діяльністю підприємства;
- всебічний аналіз фінансового стану підприємства і фінансових результатів його фінансово-господарської діяльності;
- планування і прогнозування фінансової діяльності підприємства за її основними напрямками;
- створення і практична реалізація дієвої системи стимулювання ефективних рішень у галузі фінансового управління підприємством;

— ефективний контроль за реалізацією рішень у сфері управління фінансовою діяльністю підприємства.

До другої із перелічених груп функцій фінансового менеджменту можна віднести:

- управління активами підприємства;
- управління пасивами підприємства;
- управління фінансовими інвестиціями, визначення інвестиційної привабливості підприємства і пошук оптимальних варіантів інвестиційних рішень;
- управління фінансовим станом підприємства, його ліквідністю, платоспроможністю, фінансовою стійкістю, діловою активністю, прибутковістю;
- управління фінансовими ризиками і запобігання банкрутству підприємства.

На кожному підприємстві залежно від специфічних особливостей його фінансово-господарської діяльності повинна будуватись власна багаторівнева функціональна система управління фінансовою діяльністю.

Від повного, своєчасного та якісного виконання фінансовим менеджментом притаманних йому функцій залежить ефективність фінансового управління підприємством.

Отже, успішна фінансова діяльність будь-якого підприємства, його життєздатність протягом тривалого періоду залежить від виконання фінансовим менеджментом властивих йому функцій, послідовності та цілеспрямованості реалізації управлінських фінансових рішень.

1.3. ОРГАНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Для успішного виконання фінансовим менеджментом характерних йому функцій потрібна раціональна організація фінансового менеджменту.

Організація практичної діяльності з фінансового менеджменту підприємства здійснюється його фінансовими службами.

Як і кожна управлінська система, фінансовий менеджмент передбачає наявність суб'єкта і об'єкта управління. Об'єктом управління в узагальненому вигляді є фінанси підприємства і його фінансова діяльність.

Об'єктами фінансового менеджменту є:

- 1) управління активами:
 - а) управління оборотними активами;
 - б) управління необоротними активами;
- 2) управління капіталом:
 - а) формування фінансової структури капіталу;
 - б) управління формуванням власних фінансових ресурсів;
 - в) управління залученням позикових фінансових ресурсів;
- 3) управління інвестиціями;
- 4) управління грошовими потоками;
- 5) управління фінансовими ризиками та попередження банкрутства;
- 6) управління прибутком підприємства.

Особливості формування капіталу і фінансових ресурсів, форми і методи розподілу цих фінансових ресурсів, обсяги та інтенсивність грошових потоків та інші умови фінансової діяльності суттєво різняться по окремих підприємствах. Тому виникає потреба у класифікації підприємств як об'єктів фінансового менеджменту за окремими класифікаційними ознаками, а саме — за:

- 1) формами власності;
- 2) організаційно-правовими формами діяльності;
- 3) галузевими ознаками;
- 4) розміром власного капіталу;
- 5) монопольним становищем на ринку;
- 6) стадією життєвого циклу.

Використання методів і прийомів фінансового менеджменту впливає на забезпечення стійкого фінансового стану будь-якого суб'єкта господарювання. Порівнюючи фінансові результати, розраховуючи відповідні фінансові показники, підприємство здатне оцінити ефективність господарювання, визначити своє місце серед підприємств сфери діяльності, планувати діяльність на майбутнє.

Фінансовий менеджмент спрямований на оптимізацію управління рухом фінансових ресурсів і тих фінансових відносин, які виникають між суб'єктами господарювання в процесі руху фінансових ресурсів.

Організація фінансового менеджменту має бути спрямована на ефективне управління цим рухом і відносинами. Для реалізації цієї мети фінансові менеджери визначають конкретні шляхи поліпшення управління фінансовими ресурсами підприємства з використанням відповідних методів і важелів.

Основні напрями організації регулювання фінансової діяльності підприємств показані на рис. 1.3.

Система фінансового управління підприємством складається з двох підсистем: підсистеми, якою керують, — об'єкта управління, та підсистеми, яка керує, — суб'єкта управління.

Об'єктом організації фінансового управління є сукупність умов здійснення грошового потоку, кругообігу вартості, руху фінансових ресурсів і фінансових відносин між суб'єктами господарювання та їх підрозділами у господарській діяльності.

Суб'єкт організації фінансового управління — це фінансова служба підприємства (фінансова дирекція як апарат управління, фінансовий менеджер як управляючий), яка за допомогою різних форм управління здійснює цілеспрямоване функціонування об'єкта.

Будь-який об'єкт управління, будь-який процес становить систему. Під системою розуміють сукупність структурних елементів, які складають цілісну структуру. Фінансова система входить до соціально-економічної системи. Головною властивістю соціально-економічної системи є те, що в її основі лежать інтереси людей. Сукупність суспільних, колективних і власних інтересів впливає на стан системи і процес її розвитку. Будь-яка система складається з елементів. Під елементом системи розуміють таку підсистему, яка не поділяється на складові.

Отже, організація та регулювання фінансової діяльності підприємств повинні складатися з широкого спектра різних фінансових питань, основні з яких перелічені на рис. 1.3.

Кожній складовій фінансового управління властиві певні ознаки, основними з яких є такі:

- 1) виконувати властиву тільки даній складовій функцію, що не повторюється іншими елементами цієї системи;
- 2) взаємодіяти з іншими елементами та інтегрувати з ними, що є ознакою цілісної системи;
- 3) перебувати у взаємозв'язку з іншими елементами своєї системи.

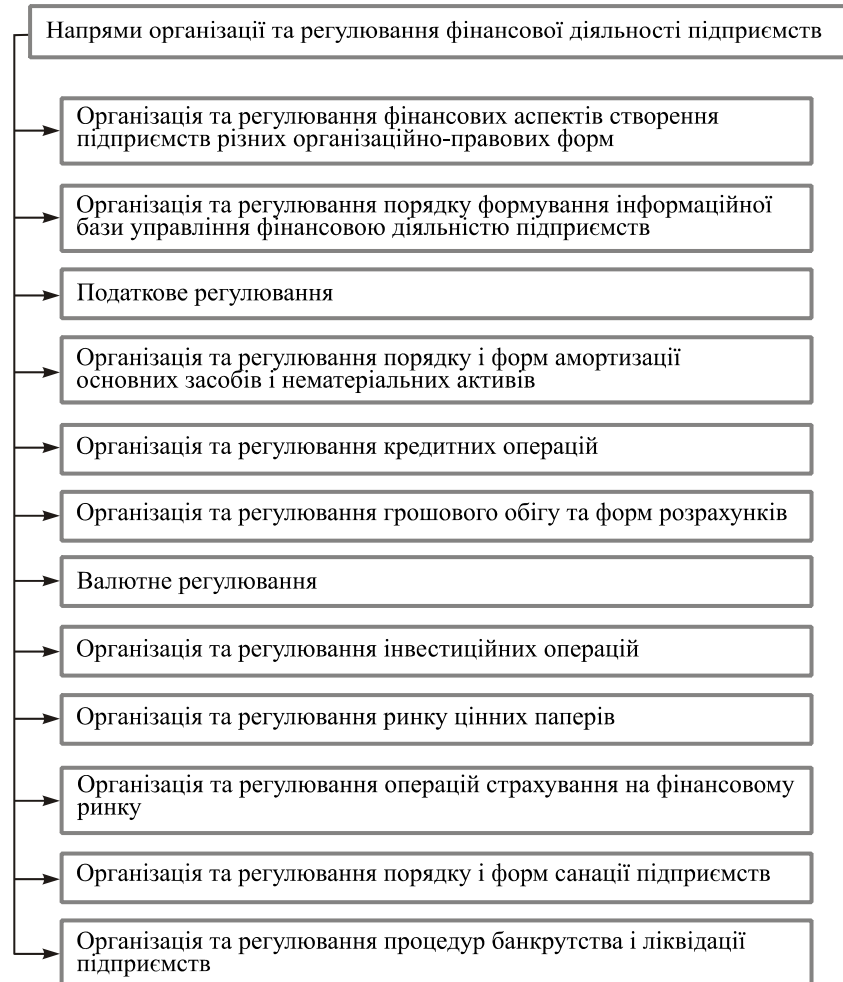


Рис. 1.3. Основні напрями організації та регулювання фінансової діяльності підприємств

Властивості елементів фінансового управління дають змогу визначити **загальне правило фінансового менеджменту**: забезпечувати фінансову стійкість системи в цілому, а не тільки окремих її елементів і підсистем.

Взаємодія суб'єкта й об'єкта управління, тобто процес управління, може здійснюватися тільки за умови використання відповідної інформації, або управління, незалежно від його конкретного змісту, завжди передбачає отримання, передавання, опрацювання і використання інформації.

Фінансове управління є складною, динамічною і відкритою системою, і його динамічність обумовлюється тим, що воно постійно змінюється залежно від стану забезпеченості фінансовими ресурсами, витрат, доходів, попиту і пропозиції на капітал. Це забезпечує поглиблення взаємозв'язків фінансової системи із зовнішнім середовищем і ускладнює процес її управління. Фінансове управління є відкритою системою, тому що вона обмінюється інформацією із зовнішнім середовищем.

1.4. СТРАТЕГІЯ І ТАКТИКА ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Успішна практична реалізація фінансового менеджменту багато в чому визначається обґрунтованістю його стратегії і тактики.

Фінансова стратегія підприємства — це формування системи довгострокових цілей фінансової діяльності і вибір найефективніших способів їх досягнення. Фінансова стратегія є частиною загальної стратегії підприємства.

Основна мета загальної стратегії — забезпечення високих темпів економічного розвитку і підвищення конкурентної позиції підприємства.

Процес формування фінансової стратегії підприємства здійснюється у кілька етапів (рис. 1.4).

1. **Визначення загального періоду формування фінансової стратегії.** Цей період залежить від низки чинників, головним із яких є тривалість періоду, що встановлено для формування загальної стратегії розвитку підприємства, оскільки фінансова стратегія має відносно неї підлеглий характер, отже, не може виходити за межі цього періоду.

Важливим елементом визначення періоду формування фінансової стратегії підприємства є передбачення загального розвитку економіки і кон'юнктури тих сегментів фінансового ринку, з якими пов'язана майбутня фінансова діяльність підприємства. В умовах нинішнього нестабільного розвитку економіки країни цей період не може бути, на думку багатьох учених, більшим за три роки.

2. **Дослідження зовнішнього фінансового середовища і кон'юнктури фінансового ринку.** Для такого дослідження треба вивчити економіко-правові умови фінансової діяльності підприємства і можливі їх зміни в наступному періоді. Крім того, на цьому етапі розробки фінансової стратегії аналізуються кон'юнктура фінансового ринку і фактори, які її визначають, а також розробляється прогноз кон'юнктури у розрізі окремих сегментів цього ринку, пов'язаних із подальшою фінансовою діяльністю підприємства.

3. **Формування стратегічних цілей фінансової діяльності.** Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня виробничого і соціального розвитку підприємства та максимізація його ринкової вартості. Ця головна мета потребує конкретизації з урахуванням завдань та особливостей подальшого фінансового розвитку підприємства.

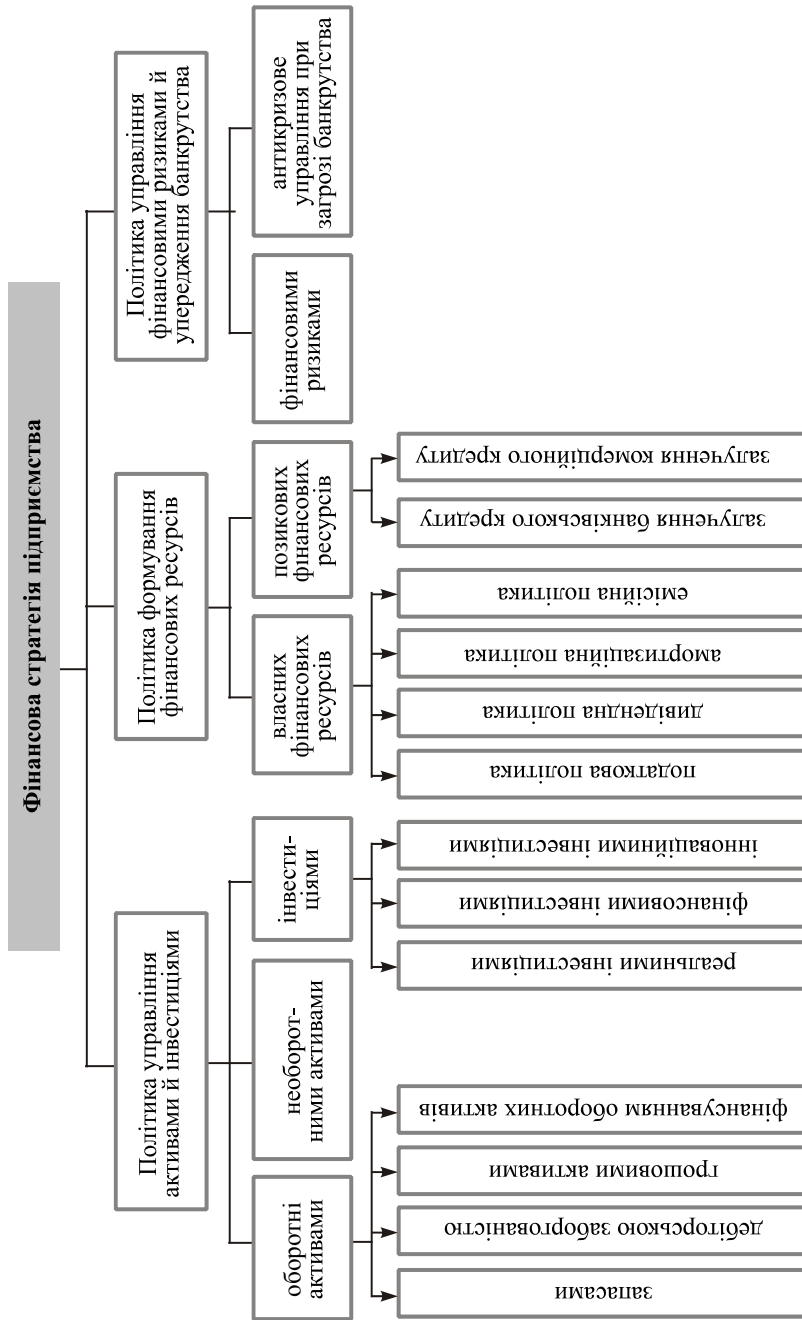


Рис. 1.4. Фінансова стратегія підприємства попередження банкрутства

Система стратегічних цілей має забезпечувати формування достатнього обсягу власних фінансових ресурсів і високорентабельне використання власного капіталу; оптимізацію структури активів і капіталу, що використовується; прийнятний рівень фінансових ризиків у процесі господарської діяльності.

Систему стратегічних цілей фінансового розвитку треба формулювати чітко і коротко, відображаючи кожну мету в конкретних показниках — цільових стратегічних нормативах. Такими нормативами в окремих аспектах фінансової діяльності підприємства можуть бути:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів, які сформовані з власних джерел;
- мінімальна частка власного капіталу в загальному обсязі використаного капіталу підприємства;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;
- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства;
- мінімальний рівень грошових активів, який забезпечує поточну платоспроможність підприємства;
- мінімальний рівень самофінансування інвестицій;
- граничний рівень фінансових ризиків у розрізі основних напрямів господарської діяльності підприємства.

4. Конкретизація цільових показників фінансової стратегії за періодами її реалізації. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність системи цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності, а також їх зовнішня і внутрішня узгодженість у часі.

Зовнішня узгодженість передбачає узгодження у часі реалізації розроблених показників фінансової стратегії з показниками загальної стратегії розвитку підприємства, а також із прогнозованими змінами кон'юнктури фінансового ринку.

Внутрішня узгодженість передбачає узгодження в часі основних цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності між собою.

5. Розроблення фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності. Цей етап формування фінансової стратегії є найвідповідальнішим.

Фінансова політика являє собою форму реалізації фінансової ідеології і фінансової стратегії підприємства в розрізі найважливіших аспектів фінансової діяльності на окремих етапах її здійснення. На відміну від фінансової стратегії у цілому фінансова політика формується лише за конкретними напрямками фінансової діяльності підприємства, які потребують забезпечення найефективнішого управління для досягнення головної стратегічної мети цієї діяльності.

Формування фінансової політики з окремих питань фінансової діяльності підприємства може мати багаторівневий характер. Так, наприклад, у рамках політики управління активами підприємства можуть бути розроблені політика управління оборотними і необоротними активами. У свою чергу політика управління оборотними активами може включати як самостійні блоки політику управління окремими її видами.

Система формування фінансової політики підприємства за основними аспектами його фінансової діяльності в рамках загальної фінансової стратегії складається з таких структурних елементів:

- I. Політика управління активами з питань:
 - 1) формування активів;
 - 2) управління оборотними активами, у тому числі:
 - а) управління запасами;
 - б) управління дебіторською заборгованістю;
 - в) управління грошовими активами;
 - г) фінансування оборотних активів;
 - 3) управління необоротними активами, у тому числі:
 - а) управління основними засобами;
 - б) управління нематеріальними активами;
 - в) фінансування необоротних активів.
- II. Управління капіталом з питань:
 - 1) формування структури капіталу;
 - 2) управління власним капіталом;
 - 3) управління позиковим капіталом.
- III. Політика управління інвестиціями (інвестиційна політика):
 - 1) управління реальними інвестиціями, у тому числі:
 - а) управління капітальними інвестиціями;
 - б) управління інноваційними інвестиціями;
 - 2) політика управління фінансовими інвестиціями, у тому числі:
 - а) формування портфеля грошових інструментів інвестування;
 - б) формування портфеля фондових інструментів інвестування.
- IV. Політика управління грошовими потоками з питань:
 - а) управління операційними грошовими потоками;
 - б) управління інвестиційними грошовими потоками;
 - в) управління фінансовими грошовими потоками;
 - г) управління прибутком і його складовими.
- V. Політика управління фінансовими ризиками з питань:
 - а) уникнення фінансових ризиків;
 - б) диверсифікація фінансових ризиків;
 - в) хеджування фінансових ризиків.
- VI. Політика антикризового фінансового управління з питань:
 - а) фінансової стабілізації підприємства;
 - б) санації підприємства.

6. Розроблення системи організаційно-економічних заходів із забезпечення реалізації фінансової стратегії. У системі цих заходів передбачається формування на підприємстві центрів відповідальності різних типів; визначення прав, обов'язків і міри відповідальності їх керівників за результати фінансової діяльності; розробка системи стимулювання працівників за їх внесок у підвищення ефективності фінансової діяльності.

7. Оцінювання ефективності розробленої фінансової стратегії. Це завершальний етап розробки фінансової стратегії підприємства, що проводиться за такими основними параметрами:

- узгодження фінансової стратегії підприємства із загальною стратегією його розвитку. При цьому виявляється рівень узгодження цілей, напрямів та етапів у реалізації фінансової стратегії;

- *узгодження фінансової стратегії підприємства з передбаченими змінами зовнішнього фінансового середовища.* Під час цієї оцінки визначається, якою мірою розроблена фінансова стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни і змінам кон'юнктури фінансового ринку в розрізі окремих його сегментів;

- *внутрішня збалансованість фінансової стратегії.* Під час такого оцінювання визначається, якою мірою узгоджуються між собою окремі цілі та цільові стратегічні нормативи майбутньої фінансової діяльності; наскільки ці цілі і нормативи кореспондують зі змістом фінансової політики з окремих аспектів фінансової діяльності; якою мірою узгоджені між собою за напрямками і в часі заходи з забезпечення реалізації фінансової стратегії;

- *можливість реалізації фінансової стратегії.* У процесі такого оцінювання передусім розглядаються потенційні можливості підприємства у формуванні власних фінансових ресурсів; крім того, оцінюється рівень кваліфікації фінансових менеджерів і їх технічної оснащеності з позицій завдань реалізації фінансової стратегії;

- *оптимізація рівня ризиків, пов'язаних із реалізацією фінансової стратегії.* У даному разі необхідно визначити, якою мірою рівень прогнозних фінансових ризиків, пов'язаних із діяльністю підприємства, забезпечує достатню фінансову рівновагу в процесі його розвитку і відповідає фінансовому менталітету його власників і відповідальних фінансових менеджерів. Крім того, необхідно оцінити, якою мірою рівень цих ризиків допустимий для фінансової діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерування загрози його банкрутства;

- *ефективність розробленої фінансової стратегії.* Результативність фінансової стратегії може бути оцінена насамперед на підставі прогнозних розрахунків. Також можуть бути оцінені і нефінансові результати реалізації розробленої стратегії — зростання ділової репутації підприємства; підвищення рівня управління фінансовою діяльністю структурних його підрозділів (у процесі створення центрів відповідальності); підвищення рівня матеріальної і соціальної забезпеченості фінансових менеджерів (за рахунок ефективної системи їх матеріального стимулювання за результатами фінансової діяльності; більш високого рівня технічного оснащення їх робочих місць).

Розробка і практична реалізація фінансової стратегії та фінансової політики з найважливіших питань фінансової діяльності дає змогу приймати ефективні управлінські рішення, пов'язані з фінансовим розвитком підприємства.

Стратегічний фінансовий менеджмент — це комплекс функціональних завдань, інструментів і методів зі стратегічного планування, контролю і забезпечення довгострокового управління фінансами, вартістю і ризиками підприємства.

Стратегічний фінансовий менеджмент пов'язаний із реалізацією обраної стратегічної мети і передбачає:

- фінансову оцінку проектів вкладення капіталу;
- відбір критеріїв прийняття інвестиційних рішень;
- вибір оптимального варіанта вкладення капіталу;
- визначення джерел фінансування та оптимізація структури капіталу;

- дивідендна політика;
- реструктуризація та реорганізація підприємства;
- цінова та асортиментна політика;
- злиття і поглинання;
- продаж бізнесу;
- ліквідація непрофільних активів.

Оцінка інвестицій здійснюється за допомогою різних критеріїв. Наприклад, капітал вигідно вкладати, якщо прибуток від вкладення капіталу в проект перевищує прибуток від депозиту, коли рентабельність інвестицій перевищує рівень інфляції або рентабельність даного проекту з урахуванням фактора часу вища за рентабельність інших проектів.

У стратегічному менеджменті широко використовуються такі прийоми, як капіталізація прибутку, дисконтування капіталу, компаундинг, прийоми зниження рівня фінансового ризику.

Оперативно-тактичний фінансовий менеджмент — це комплекс функціональних завдань, методів та інструментів з управління фінансовими ресурсами для досягнення довго- і короткострокових завдань, визначених стратегією підприємства і його місією.

Тактика фінансового управління підприємством має включати процес планування і прогнозування основних фінансових рішень щодо формування і використання всіх видів фінансових ресурсів, вжиття комплексу заходів з максимізації прибутковості підприємства. Зокрема, до тактики фінансового менеджменту належить вирішення питань контролю і регулювання руху грошових коштів, мобілізації та розподілу фінансового капіталу, визначення фінансових ризиків і факторів, що впливають на прибуток підприємства.

Цільовими завданнями тактики фінансового менеджменту на підприємстві незалежно від виду діяльності та форми власності мають бути такі:

- максимізація прибутку підприємства за рахунок систематичного пошуку резервів його зростання;
- максимізація власного капіталу підприємства;
- оптимізація руху грошових коштів;
- систематичне та якісне планування і прогнозування фінансових ресурсів підприємств на основі аналізу їх формування і використання за ретроспективний період;
- систематичне зміцнення фінансової стійкості підприємства на основі його фінансового оздоровлення;
- підвищення платоспроможності і конкурентоспроможності підприємства;
- забезпечення ліквідності балансу підприємства;
- оцінювання фінансового стану підприємства;
- підвищення ефективності використання майна підприємства;
- забезпечення ділової активності підприємства;
- оптимізація цін на продукцію і послуги підприємства;
- оптимізація управління фінансовими ресурсами підприємства і його інвестиційною діяльністю;
- прискорення обертання оборотних коштів;

— посилення фінансового контролю і внутрішнього аудиту діяльності підприємства;

— забезпечення нормальних відносин із бюджетом, банками, партнерами підприємства.

Тактичні завдання фінансового управління підприємством здійснюють фінансові служби підприємств, зокрема фінансові менеджери. Саме вони мають визначати завдання у галузі фінансів і фінансову політику підприємства; здійснювати систематичний аналіз планування і прогнозування фінансових показників; обґрунтовують найвигідніші варіанти інвестиційних рішень; вживають заходів щодо оптимізації структури майна та капіталу підприємства; здійснюють поточне управління формуванням і використанням фінансових ресурсів.

Виконання тактичних завдань фінансово-господарської діяльності підприємства його фінансовою службою забезпечує регулювання фінансових відносин керівництва цього підприємства із зайнятими на ньому працівниками; з його структурними підрозділами (цехами, відділами); з постачальниками і дебіторами; з державним і місцевими бюджетами; з банками та іншими кредиторами; з біржами (фондовими, валютними, майновими, товарними); з іншими організаціями, підприємствами та установами.

Тактичні цілі та завдання фінансового менеджменту здійснюються в ході професійної діяльності фінансової служби, спрямованої на управління фінансово-господарською діяльністю підприємства із застосуванням сучасних методів управління.

Тактика фінансового менеджменту реалізується через:

- розробку і реалізацію фінансової стратегії підприємства з використанням відповідних фінансових інструментів;

- прийняття фінансових рішень, визначення конкретних шляхів їх практичного здійснення;

- інформаційне забезпечення фінансового управління підприємством;

- оцінювання варіантів інвестування і формування портфеля інвестицій підприємства;

- оцінювання доцільності всіх видів витрат підприємства, зокрема витрат на формування капіталу;

- фінансове планування, прогнозування і контроль;

- організацію роботи фінансової служби підприємства.

Отже, у процесі вирішення тактичних завдань фінансового менеджменту оцінюється ефективність роботи підприємства, вживаються заходи на прискорення обертання його капіталу, підвищення продуктивності, оцінюються можливі фінансові ризики і вигідність варіантів вкладання коштів.

У кінцевому підсумку виконання тактичних завдань фінансового менеджменту дасть можливість обґрунтувати прийняття конкретних рішень щодо забезпечення найефективнішого використання фінансових ресурсів, оптимізацію джерел їх формування, як зовнішніх, так і внутрішніх.

Роль тактики фінансового менеджменту в управлінні підприємством визначається тим, що вона охоплює всі аспекти фінансово-господарської діяльності

підприємства і відображає в кінцевому підсумку вплив багатьох внутрішніх і зовнішніх факторів.

У рамках єдиної фінансової політики і тактики підприємства здійснюється пошук джерел фінансування його активів та їх розподіл між структурними підрозділами підприємства.

Конкретні форми і методи провадження фінансової політики і тактики підприємства багатогранні. Найважливішими з них є розподіл і перерозподіл прибутку, фінансування і кредитування діяльності підприємства та його структурних підрозділів, визначення структури і характеру внутрішньофірмових фінансових операцій і розрахунків.

Розробка і практична реалізація фінансової політики і тактики підприємства відіграють важливу роль у загальному механізмі управління підприємством.

1.5. КОНЦЕПЦІЇ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Успішне управління фінансами підприємств, підвищення ефективності їх діяльності передбачає поглиблене вивчення концептуально-методичних основ фінансового менеджменту. Вирішення практичних завдань пов'язаних з управлінням грошовими потоками, прибутком, активами, капіталом, інвестиціями вимагає вивчення базових концепцій фінансового менеджменту.

Суттєвий внесок у розвиток теорії фінансового менеджменту здійснили зарубіжні вчені: Ю. Брігхем, Л. Гапенські, Дж. К. Ван Хорн, Дж. Вільямс, М. Гордон, Дж. Хікс, Ф. Модільяні, М. Міллер, Г. Марковіц, В. Шарп, Р. Брейлі, С. Майєрс, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін, Р. Холт, С. Росс, Б. Коллас.

Базовими концепціями фінансового менеджменту є такі:

- теорія дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF);
- теорія структури капіталу (Structure of Capital, SC);
- теорія дивідендної політики (Dividend Policy, DP);
- теорія вибору ефективного портфеля (Portfolio Selection, PS);
- модель оцінки доходності капітальних активів (Capital Assets Pricing Model, CAPM);
- теорія агентських відносин (Agency Theory, AT);
- модель ціноутворення опціонів (Option Pricing Model, OPM);
- гіпотези ефективності ринку (Efficient Markets Hypothesis, EMH);
- теорія асиметричної інформації (Quality Uncertainty, QU);
- теорія біхевіористичних фінансів (Behavioral finance).

Теорія дисконтування грошових потоків. Вперше сутність дисконтування розглянув у своїх працях І. Фішер, представивши дисконт як різницю між ціною у даний момент і ціною на момент погашення або ціною номіналу цінного папера. І. Фішер зазначав, що не капітал визначає цінність доходу, а дохід — цінність капіталу; таким чином, науковець розглядав капітал як дисконтований дохід.

З математичних позицій ставка дисконтування – це процентна ставка, що використовується для визначення поточної (теперішньої) вартості майбутніх грошових потоків від використання окремого активу чи підприємства в цілому.

З позицій економіки ставка дисконтування є прийнятною для інвестора нормою доходності на вкладений капітал з урахуванням ризиків, які несе таке вкладення. Ставка дисконтування дозволяє визначити величину інвестицій, яку інвестор повинен вкласти сьогодні за право отримувати прибуток в майбутньому. У теорії та практиці оцінки бізнесу припускається, що ставка дисконтування повинна включати мінімально гарантований рівень доходності, який не залежить від напрямку інвестиційних вкладень, корекцію на темпи інфляції та рівень ризику, характерний конкретному об'єкту інвестування.

Подальшого розвитку ідея дисконтування дістала у роботах Г. Марковіца, який запропонував портфельну теорію, що стала основою для розроблення сучасної теорії доходності капітальних активів CAPM (Capital Assets Pricing Model), яка використовується як один із основних методів визначення ставки дисконтування. Для науки і практики актуальним залишається обґрунтування ставки дисконтування, оскільки не існує універсального підходу або методу її визначення, який з високою достовірністю за різних ринкових умов дасть можливість розрахувати вартість майбутніх грошових потоків. На думку У. Шарпа, Г. Александера і Дж. Бейлі, ставка дисконтування є процентною ставкою, яка використовується в розрахунках приведеної вартості потоку майбутніх платежів і відображає не тільки залежність приведеної вартості від часу платежу, але й ризик, який пов'язаний з цим потоком. Ставка дисконтування виконує три основні функції:

- 1) характеризує норму прибутку, за якою майбутні грошові надходження приводяться до теперішньої вартості на момент оцінювання;
- 2) показує рівень ризику вкладення коштів у об'єкт оцінювання;
- 3) характеризує вартість залученого підприємством капіталу.

Теорія структури капіталу. Традиційна концепція структури капіталу ґрунтується на гіпотезі про можливість оптимізації структури капіталу шляхом урахування різної вартості окремих його складових. Теоретичною основою цієї концепції є твердження, що вартість власного капіталу підприємства завжди вище за вартість позикового капіталу. За рахунок підвищення питомої ваги позикового капіталу знижується показник середньозваженої вартості капіталу підприємства і, відповідно, підвищується ринкова вартість підприємства.

Ринковоорієнтована концепція структури капіталу базується на теорії Модільяні–Міллера, за якою вартість підприємства визначається лише його майбутнім прибутком, тобто, не залежить від структури капіталу. Розвиток теорії Модільяні–Міллера з урахуванням фактора оподаткування і витрат, пов'язаних з банкрутством, сприяло появі компромісної теорії.

Компромісна теорія структури капіталу (Trade-off-Theory) зводиться до того, що оптимальна структура капіталу це компроміс між податковими перевагами, наданими позиковим капіталом, і витратами, пов'язаними з банкрутством. Ця теорія унеможливує розрахунок найефективнішого поєднання власного і залученого капіталів, а лише формує загальні рекомендації для прийняття рішень.

Теорія дивідендної політики. До числа найпоширеніших теорій дивідендної політики підприємства можна віднести такі моделі.

А. Напрямок преференції інвестора (власника).

Модель іррелевантності дивідендної політики (Dividend Irrelevance Theory). Прихильники цієї моделі (М. Міллер, Ф. Модільяні, Ф. Блек) відзначають, що між сумою дивідендів і ринковим курсом акцій не існує тісного зв'язку, курс акцій визначається теперішніми і майбутніми доходами підприємства та потенціалом його зростання. На їх погляд, найраціональнішою є фінансова політика, в рамках якої відбувається відмова від виплати дивідендів і весь прибуток спрямовується на реінвестиції. Відповідно до цієї моделі, спрямовувати на виплату дивідендів слід лише ту частину прибутку, яку неможливо ефективно реінвестувати.

Модель синиці в руках (Bird-in-the-Hand Theory). Прихильники цієї моделі (М. Гордон, Дж. Лінтнер) стверджують, що грошові дивіденди, виплачені у поточному періоді, позитивно впливають на ринковий курс корпоративних прав, оскільки така політика відповідає очікуванням та бажанням акціонерів. Автори доводять, що акціонери віддають перевагу саме поточним грошовим дивідендним виплатам, оскільки такі виплати є найменш ризикованими. Зростання дивідендів є сигналом того, що підприємство працює успішно, і навпаки, зменшення рівня дивідендів може сигналізувати про фінансові проблеми компанії.

Модель податкових переваг (Tax Preference Theory). Суть моделі полягає в тому, що акціонери, намагаючись мінімізувати податкові витрати (величину податкових зобов'язань за грошовими дивідендами та приросту ринкової вартості корпоративних прав), віддають перевагу капітальному доходу за рахунок максимізації реінвестування чистого прибутку підприємства. Тобто, якщо податковим законодавством країни передбачено нижчий рівень оподаткування нерозподіленого прибутку порівняно з розподіленим, то підприємство отримуватиме податкові переваги при використанні як джерела фінансування реінвестованого прибутку. Якщо ж рівень оподаткування дивідендів є нижчим, ніж рівень оподаткування нерозподіленого прибутку, то вигіднішою буде виплата дивідендів.

Б. Напрямок корпоративного біхевіоризму.

Сигнальна модель (signaling). В умовах інформаційної асиметрії будь-які рішення менеджменту щодо дивідендної політики сприймаються аутсайдерами як додаткові джерела інформації про фінансове становище підприємства, на підставі якої і робляться припущення про ринкові перспективи даного підприємства. Відповідно до цієї моделі оптимальними дивідендними виплатами будуть вважатися стабільні регулярні дивіденди, виплати екстра-дивідендів, а також викуп акцій (shares buyback або repurchases);

Модель М. Дженсена. Автор у своїй теорії агентських витрат розглядає конфлікт інтересів принципал—агент, що виникає у зв'язку із наявністю у підприємства вільних грошових потоків (Free Cash-flow — FCF), на які претендують усі учасники корпоративних відносин (stakeholders). Проте, в менеджерів підприємства відсутні реальні мотиви для розподілу грошового потоку до фінансування (FCF) між акціонерами, оскільки такий розподіл призведе до відпливу фінансових ресурсів з-під контролю менеджерів. Це змушує менеджерів на реа-

лізацію інвестиційних проектів навіть із негативним NPV, розмиттям наявних грошових потоків на формування складної системи управління підприємством та ін. Однак менеджери перебувають під постійним тиском ринку, який негативно сприймає оголошення про скорочення дивідендних виплат, реагуючи значним зниженням ринкового курсу. М. Дженсен рекомендує менеджерам з метою врегулювання конфлікту з акціонерами щодо FCF проводити додаткові емісії боргових зобов'язань — зменшується FCF і, відповідно, зникає сам предмет конфлікту;

Модель Ла Порта. Розроблена на основі аналізу близько 4000 підприємств із 33 країн світу. За результатами дослідження автори дійшли висновку, що дивідендна політика підприємства є компромісом у конфлікті інтересів принципал—агент і визначається особливостями моделі корпоративного управління в певній країні. Так, вищі грошові дивіденди виплачуються тими підприємствами, акціонери яких найбільш захищені і мають суттєвіші фактори впливу на подальшу долю менеджерів (включаючи їх усунення). Підприємства, менеджери яких не відчувають сильного тиску з боку акціонерів, виплачують незначні грошові дивіденди або взагалі відмовляються від їх виплати.

Теорія вибору ефективного портфеля. Теорія портфеля Марковіца — це теорія, що визначає принципи формування ефективного інвестиційного портфеля, у якому забезпечується максимальна дохідність при заданому рівні ризику або мінімальний ризик за заданого рівня дохідності.

Теорія вибору ефективного портфеля базується на ряді припущень, покликаних спростити виконання поставленого завдання. Першим припущенням є те, що для інвестора важливими залишаються тільки два параметри кожного активу: дохідність і рівень ризику. Виходячи з припущення, що інвестор приймає рішення про вибір об'єкта інвестування, ґрунтуючись на оцінках лише двох параметрів — дохідності і ризику, теорія вибору ефективного портфеля дістала назву двопараметричної моделі. Друге припущення, полягає в тому, що інвестор може обрати будь-яку комбінацію можливих інвестицій, розподіляючи наявні фінансові ресурси за різними напрямками вкладень.

Сформований з урахуванням указаних припущень інвестиційний портфель, має бути найкращим для інвестора з погляду очікуваної дохідності і ризику. Тобто інвестор має діяти раціонально і формувати портфель, який забезпечував би йому мінімальний рівень ризику для обраного рівня доходу або максимальний очікуваний дохід за заданого рівня ризику.

Для вимірювання дохідності і ризику портфеля застосовуються показники математичного очікування та стандартного відхилення, які є основою в прийнятті інвестиційних рішень. Очікувана дохідність дає можливість виміряти потенційну винагороду, яку може отримати інвестор від володіння портфелем, стандартне відхилення — це вимір ризику цього портфеля. Стандартне відхилення є виміром можливого відхилення фактичної дохідності портфеля від очікуваної дохідності.

Вирішальне значення для формування оптимального портфеля має виявлення взаємних кореляційних зв'язків між дохідностями окремих активів. Саме урахування цих зв'язків дозволяє здійснювати ефективну диверсифікацію портфеля і досягати суттєвого зниження ризику портфеля порівняно із середнім ризиком фінансових інструментів, з яких цей портфель складається.

Модель оцінки дохідності капітальних активів. Описова портфельна теорія, яка характеризує процес формування ринкової ціни окремих цінних паперів (інших об'єктів реальних та фінансових інвестицій) за умов досконалого ринку капіталів та з урахуванням систематичного ризику, який не підлягає диверсифікації.

Модель CAPM у 1965 р. розробили У. Шарп та Дж. Лінтнер. Відповідно до моделі оцінки капітальних активів, ставка дисконтування складається зі ставки доходу від безризикових інвестицій і додаткової ставки, що компенсує невизначеність, яка пов'язана з інвестуванням у конкретний об'єкт. Ставка дисконтування, за моделлю CAPM, визначається у такий спосіб:

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f),$$

де r_i — ставка дисконтування за моделлю CAPM;

r_f — безризикова ставка доходу;

r_m — середньоринкова ставка доходу;

β_i — коефіцієнт бета (систематичний ризик вкладень у конкретний актив).

В країнах Європи і США за безризикову ставку беруть доходність державних облігацій, що обумовлено їх надійністю в цих країнах.

Рівень надійності державних облігацій в Україні не дозволяє застосовувати ставку їх дохідності як безризикову ставку. Для країн з нестабільною національною валютою, незбалансованим бюджетом, інфляцією, макроекономічною і правовою невизначеністю, відсутністю належної платіжної дисципліни як безризикову ставку можна обрати: дохідність за довгостроковими державними єврооблігаціями; ставку рефінансування НБУ; ставку за депозитами найбільш рейтингових вітчизняних банків.

Середньоринкова ставка доходу визначається на основі ретроспективної інформації про рівень дохідності акцій на ринку цінних паперів галузі. Такий підхід до визначення середньоринкової ставки має низку обмежень: по-перше, його застосування вимагає достатньо розвинутого фондового ринку; по-друге, для його визначення необхідна достатньо велика кількість ретроспективної інформації про котирування акцій окремого підприємства; по-третє, необхідною умовою для його визначення є відкритість і доступність інформації про котирування акцій компаній певного ринку.

Найбільшу складність застосування моделі CAPM викликає визначення коефіцієнта бета (β). За наявності розвинутого фондового ринку коефіцієнт β не розраховується окремо, його значення встановлюється на рівні компанії-аналогу чи декількох компаній-аналогів, акції яких котируються на ринку. Коефіцієнт β відображає систематичний ризик, тобто ризик, характерний для всіх суб'єктів господарювання на даному ринку і пов'язаний із загальною макроекономічною та політичною ситуацією, що склалась на цей момент у країні. Оскільки така модель враховує лише наявність систематичного ризику, тоді вона була вдосконалена за рахунок урахування і несистематичного ризику.

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f) + r_u,$$

де r_u — несистематичний ризик підприємства.

Основним недоліком застосування цього методу, крім недоліків, притаманних попередній моделі, є складність визначення несистематичного ризику підприємства, оскільки він визначається експертним методом і має суб'єктивний характер. Проте навіть при врахуванні систематичного і несистематичного ризиків основною перешкодою у застосуванні цієї моделі була відсутність врахування галузевої специфіки. Модель САРМ також удосконалювалася науковцями Ю. Фамом і К. Френчем за рахунок врахування розміру компанії та галузевої специфіки як факторів, що впливають на норму доходу.

Трьохфакторна модель САРМ Ю. Фама і К. Френча була удосконалена М. Кархартон у 1999 р. за рахунок врахування «моменту». Під моментом мають на увазі швидкість зміни ціни за певний проміжок часу, тобто передбачається, що на майбутню дохідність акції впливає також швидкість зміни її ціни. Незважаючи на всі модифікації, модель САРМ як метод визначення ставки дисконтування з високою достовірністю рекомендована для застосування для країн з розвиненим фондовим ринком.

Теорія агентських відносин. Проблематика прийняття фінансових рішень значною мірою зумовлена конфліктами інтересів, які виникають у результаті розподілу функцій надання капіталу підприємству та управління ним. Предметом дослідження теорії агентських відносин є форми зв'язків між окремими економічними суб'єктами, які прагнуть якомога краще реалізувати свої інтереси. Досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у суперечність з іншими групами. Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами, а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежать від указаної діяльності, — принципалами.

Типовими принципал—агент—відносинами є зв'язки між капіталодавцем та господарськими суб'єктами, які отримали капітал в оперативне розпорядження. Капіталодавця можна розглядати як принципала (від лат. *principalis* — перший, головний), який доручає агенту (менеджеру) управляти своїм капіталом. Отже, капіталодавець стає залежним від дій менеджера, оскільки той може своєю діяльністю призвести або до максимізації вартості, або, навпаки — до її знецінення чи навіть втрати.

Досягнення економічних цілей принципала (інвестора, кредитора) безпосередньо залежить від ефективності діяльності агентів (менеджер, позичальник тощо). Головна мета теорії агентських відносин — узгодити фінансові відносини та умови відповідних договорів у такий спосіб, щоб забезпечити баланс інтересів принципала й агента. Теорія покликана оптимізувати розподіл результатів діяльності, яка впливає із взаємодії між принципалом та агентом.

Теорія агентських відносин досліджує принципал-агент-конфлікт між капіталодавцем (інвестором, кредитором) та капіталоодержувачем (об'єктом інвестицій, боржником, менеджерами), який може виникнути в результаті асиметрії в інформаційному забезпеченні. Наслідком інформаційної асиметрії і зумовленої нею проблеми відносин принципала та агента є виникнення так званих агентських витрат:

- витрати на контроль за діяльністю агента з боку капіталодавця: це витрати на моніторинг і контроль (діяльність ревізійної комісії, супроводження кредитних договорів, призначення тимчасової адміністрації тощо);

- гарантійні витрати агента, що виникають у процесі переконання принципала в доцільності вкладення коштів у підприємство і доведення принципалові, що агент свою діяльність підпорядкуватиме інтересам принципала (витрати на санаційний аудит, оцінку кредитоспроможності і кредитного забезпечення тощо);
- часткові збитки принципала, зумовлені відхиленням результатів діяльності агента від парето-оптимальних (можуть виникнути у результаті дії як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників).

Висновки теорії агентських відносин, спрямовані на мінімізацію зазначених витрат, що пов'язані із заходами щодо підвищення рівня взаємодії агента і принципала з метою досягнення ефекту зменшення дефіцитів в інформаційному забезпеченні. При цьому розрізняють три типи інформаційної асиметрії: невизначеність в якісних характеристиках агента; моральний ризик і можливі зловживання агента.

Модель ціноутворення опціонів Блека-Скоулза. Ціна опціону перебуває у прямій залежності від поточного ринкового курсу фінансового інструменту, що лежить в основі опціону, дати настання строку зобов'язання за опціоном, рівня процентної ставки, мінливості цін і в оберненій залежності від ціни виконання опціону (страйку).

Крім того, береться до уваги виплата дивідендів протягом строку дії опціонного контракту (якщо базовим фінансовим інструментом є акції). У моделі Блека-Скоулза опціон розглядається як функція, що складається з низки елементів. Найважливішим елементом є поточна вартість базового активу та ціна виконання опціону (страйк). А отже, різниця між цими двома характеристиками найбільше впливає на ціну опціону. Саме ця різниця і визначає стан опціону «навколо грошей», «поза грошима» або «у грошах». Недоліком моделі Блека-Скоулза є те, що отримана за її допомогою ціна опціону правильна лише для дуже короткого проміжку часу. Більше за те, не всі перераховані вище припущення виконуються, що неминуче призводить до внесення в модель виправлень і доповнень для урахування таких відхилень. З цією метою використовують біноміальну апроксимацію Кокса-Росса-Рубінштейна, що дозволяє збільшити точність розрахунків у результаті усунення систематичних помилок.

Гіпотези ефективності ринку. Гіпотеза ефективності ринку трактується як припущення про наявність відповідності між курсом кожного цінного паперу, який фактично склався, та його інвестиційною вартістю. При цьому, інвестиційна вартість цінного папера може розглядатися як тотожна його справедливій вартості, під якою розуміють вартість цінного паперу на даний момент з урахуванням перспективної оцінки рівня ціни попиту на нього і доходів за ним у майбутньому, розраховану професійними аналітиками. Відповідно, під ефективним ринком слід розуміти той, на якому ціна на кожен цінний папір завжди дорівнює його інвестиційній вартості, тобто за якого вся суттєва інформація про цінний папір цілковито й миттєво відображається в ринкових цінах.

Оскільки в основу гіпотези про ефективність ринку покладено тезу, що ефективність ринку безпосередньо залежить від того, наскільки повно ціна кожного цінного папера відображає всю доступну інформацію, пов'язану з визначенням

його інвестиційної вартості. Отже, справедливим буде й таке його визначення: ринок є ефективним до певної інформації, якщо, використовуючи цю інформацію, не можна прийняти рішення про купівлю-продаж цінних паперів, яке б дозволило отримати прибуток, відмінний від нормального. Указане визначення є справедливим для крайнього вияву ефективності. Однак, оскільки в контексті згаданої гіпотези ефективність є скоріше поняттям якісним, то виникає потреба у встановленні критеріїв, за якими визначається рівень ефективності ринку.

Ю. Фама виділяє три рівні ефективності ринку — слабкий, середній і сильний. За слабкої ефективності ринку в ціні цінного папера відображається лише інформація про курси цінних паперів та інші статистичні відомості про угоди на ринках за минулі періоди. Середня ефективність ринку пов'язується з відображенням у ціні цінних паперів усієї публічної інформації. Ефективність ринку визнається сильною за умови відображення у вартості цінного папера всієї інформації, незалежно від того, чи є така інформація загальнодоступною, чи — приватною.

Можливість існування сильного рівня ефективності ринку є лише гіпотетичною, а на практиці навіть найрозвиненіші фінансові ринки західних країн у кращому разі визначаються як середньоєфективні, однак більшість спеціалістів у галузі інвестиційного менеджменту схильні вважати їх слабоефективними.

Теорія асиметричної інформації. Розроблена американськими вченими Дж. А. Акерлофом, М. Спенсом, Дж. Стігліцом і полягає в такому.

1. Ринкова економіка функціонує за умов асиметричної інформації. У реальній економіці інформація, на основі якої приймаються рішення, — складна і багатогранна, доступність до інформації різна, що зменшує мотивацію підприємців до максимізації прибутку.

2. На ринку відсутня єдина рівноважна ціна, яка містить усю доступну інформацію.

3. Ринковий механізм не забезпечує загальної рівноваги в економіці, тому підвищується роль і значення держави, особливо її регулюючих та контролюючих функцій.

Теорія біхевіористичних фінансів досліджує взаємозв'язок фінансових рішень і психології поведінки учасників фінансових відносин. Основоположниками біхевіористичних фінансів вважають Д. Канемана, А. Тверські, Р. Талера, Дж. Акерлофа та Дж. Шиллера. Основними досягненнями біхевіористичних фінансів є доведення, що у сфері фінансів, як і в інших сферах життєдіяльності, людина приймає рішення під впливом сформованих у суспільстві стереотипів, упереджених думок, помилок при аналізі інформації, ілюзій сприйняття та емоцій.

Представники цієї теорії фінансового менеджменту обстоюють постулат щодо обмеженої раціональності економічних агентів, тобто піддають сумніву висновки теорій раціональних очікувань та ефективності ринків. Таким чином, прийняття рішень у сфері економіки й фінансів неможливо пояснити, вдаючись лише до аналізу раціональної поведінки на основі формалізованих правил.

Біхевіористичний підхід зосереджує увагу на психологічних факторах, які пояснюють окремі аспекти фінансової поведінки індивіда. Використання психологічних факторів в економічному аналізі забезпечує наявність повнішої ін-

формації про особливості поведінки людини, гармонійно доповнює постулати економічної теорії, ґрунтовніше пояснює процес прийняття фінансових рішень.

Вітчизняний вчений Терещенко О.О. виокремив біхевіористичні корпоративні фінанси як окремий підрозділ біхевіористичних фінансів, котрий вивчає процеси прийняття фінансових рішень на корпоративному рівні з урахуванням психологічних і ментальних особливостей учасників фінансових відносин [5].

Сучасні тенденції розвитку фінансового менеджменту визначаються набором ключових проблем, серед яких: контроль грошових потоків, формування збалансованих фінансових стратегій, оцінка фінансової гнучкості компанії, пошук стратегічних альтернатив, спрямованих на максимізацію корпоративних цінностей. Залишаються актуальними питання управління робочим капіталом і бюджетування грошових потоків, які відіграють важливу роль в управлінні ліквідністю підприємства.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 1

У сучасних умовах об'єктивно зростає роль фінансового менеджменту як комплексу взаємопов'язаних управлінських рішень і заходів на різних рівнях управління фінансовими ресурсами, спрямованих на підвищення ринкової вартості підприємств. Головною метою фінансового менеджменту є забезпечення зростання ринкової вартості підприємства і добробуту його власників і працівників.

Фінансовий менеджмент сформувався як самостійна наука на межі ХІХ—ХХ ст. у країнах з розвиненою ринковою економікою на основі виділення неокласичного напрямку фінансової науки.

Методологічна основа фінансового менеджменту — це сучасні концепції управління фінансами, найвагомішими з яких є теорія дисконтування грошових потоків, теорія дивідендної політики, теорія портфельного вибору, модель оцінки капітальних активів, теорія агентських відносин та асиметричної інформації. Застосування згаданих теорій дозволяє впроваджувати принципово нові форми і методи управління фінансовими ресурсами, використовувати сучасний механізм управління фінансами.

Фінансовий менеджмент реалізує свою головну мету і завдання на основі використання функцій управління формуванням фінансових ресурсів, управління розподілом фінансових ресурсів, аналіз, планування (бюджетування) і прогнозування управління фінансовою діяльністю.

Практична реалізація фінансового менеджменту визначається обґрунтованістю його фінансової стратегії та тактики. Фінансова стратегія передбачає формування системи довгострокових цілей фінансової діяльності і вибір раціональних способів їх досягнення. Тактика фінансового управління — це процес планування і прогнозування основних фінансових рішень щодо формування і використання фінан-

сових ресурсів і запровадження комплексу заходів, спрямованих на підвищення ринкової вартості підприємства.

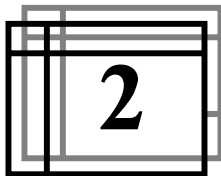
Базові показники фінансового менеджменту дозволяють розглядати основні підходи до фінансового управління підприємством з урахуванням економічної рентабельності та оборотності активів.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. *Сутність фінансового менеджменту підприємства і його місце у загальній системі управління підприємством.*
2. *Характеристика основних принципів фінансового менеджменту підприємств.*
3. *Визначте та охарактеризуйте функції фінансового менеджменту як управляючої системи.*
4. *Характеристика базових показників фінансового менеджменту.*
5. *Назвіть та охарактеризуйте функції фінансового менеджменту як спеціальної функціональної системи управління.*
6. *Механізм фінансового менеджменту підприємств і його складові.*
7. *Сутність, основні етапи процесу розробки і реалізації фінансової стратегії підприємства.*
8. *Зміст процесу розробки і конкретизації цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства.*
9. *Сутність фінансової політики підприємства і порядок її розробки.*
10. *Управління реалізацією фінансової стратегії підприємства.*
11. *Сутність основних концепцій фінансового менеджменту.*

ЛІТЕРАТУРА

1. *Фінансовий менеджмент та фінансовий інжиніринг бізнес процесів. Т. 1. Магістерський курс: навч. посібник. — Луцьк: Гадяк Ж.В, 2013. — С. 8—28.*
2. *Корпоративный финансовый менеджмент: [учеб.-практ. пособие] / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. — М.: Юрайт, 2014. — 990 с. — С. 407—475.*
3. *Сухлецов И. Д. Финансовый менеджмент: стратегия и тактика предприятия / И. Д. Сухлецов, О. В. Пацук // Проблемы современной экономики. — 2014. — № 18. — С. 161—165.*
4. *Ралко О. С. Методи визначення ставки дисконтування / О. С. Ралко // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. — 2015. — № 11. — С. 150—153.*
5. *Терещенко О. О. Контролінг поведінки у концепції біхевіористичних фінансів // Фінанси України. — 2011. — № 10. — С. 104—116.*



Розділ

2

СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Вивчивши матеріал цього розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- ефективну організаційно-функціональну структуру фінансового підрозділу, який забезпечує реалізацію фінансової стратегії підприємства;
- організаційну структуру підприємства з визначенням центрів фінансової відповідальності;
- склад і структуру фінансового підрозділу та його місце в ієрархії управління підприємством;
- принципи організаційного забезпечення фінансового управління на підприємстві.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- розробляти на підприємстві ефективну модель організації фінансового менеджменту;
- створювати умови для підвищення інвестиційної привабливості підприємства, вдосконалюючи механізм інформаційного забезпечення;
- визначати центри фінансової відповідальності відповідно до особливостей фінансово-господарської діяльності підприємства;
- використовувати фінансову звітність для прийняття ефективних рішень щодо операційної та інвестиційної діяльності.

Основні терміни та поняття

Центр фінансової відповідальності

Баланс (звіт про фінансовий стан)

Звіт про сукупний дохід

Звіт про рух грошових коштів

Звіт про власний капітал

Міжнародні стандарти фінансової звітності

Національні положення (стандарти) бухгалтерського обліку

2.1. ОРГАНІЗАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Фінансовий менеджмент є невід'ємною складовою загальної системи управління підприємством, і тому його організаційне забезпечення має бути інтегроване з загальною структурою управління підприємством. Таке поєднання дає змогу налагодити координацію дій системи фінансового менеджменту з іншими управлінськими системами підприємства та підвищити ефективність контролю за реалізацією прийнятих рішень з фінансових питань.

Система організаційного забезпечення фінансового менеджменту — це взаємопов'язана сукупність внутрішніх структурних служб і підрозділів підприємства, які забезпечують розробку і прийняття управлінських рішень з окремих напрямів його фінансової діяльності та несуть відповідальність за результати цих рішень.

Принципи організаційного забезпечення фінансового менеджменту як однієї зі складових загальної організаційної системи управління підприємством визначають їх побудову як за ієрархічною, так і функціональною ознаками.

За ієрархічною ознакою організаційні структури фінансового управління підприємством можуть бути дво- або трирівневими. Перший рівень — це фінансові служби управління підприємством у цілому, другий — його структурні одиниці (відділи, служби, цехи), третій — підрозділи (дільниці, бригади).

За функціональною ознакою фінансові служби управління підприємством можуть поділятися за функціями фінансового управління (фінансовий аналіз, фінансове планування, фінансове прогнозування, фінансовий облік, фінансовий контроль). На практиці поєднується побудова служб фінансового управління підприємством за обома ознаками (ієрархічна та функціональна).

На рис. 2.1 показано ієрархічна і функціональна ознаки побудови фінансових служб управління підприємством.

А. Ієрархічний принцип побудови фінансових служб управління підприємством:



Б. Функціональний принцип побудови фінансової служби управління підприємством:

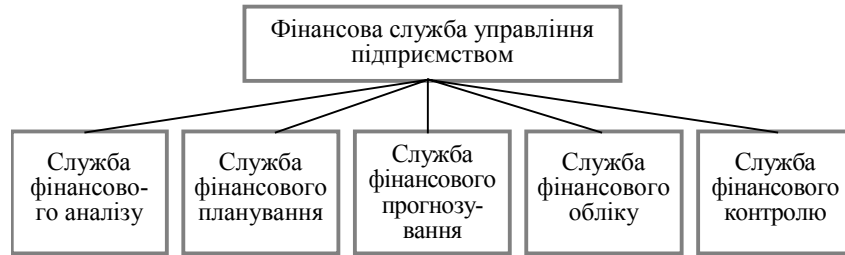


Рис. 2.1. Ієрархічна та функціональна ознаки побудови фінансових служб управління підприємством

Функціональна будова центрів управління фінансовою діяльністю суттєво відрізняється на підприємствах різних масштабів (мале, середнє, велике).

На малих підприємствах функціональні служби управління, як правило, не створюються. Функції цього типу управління у зв'язку з незначним обсягом діяльності покладаються на власника малого підприємства, його директора чи бухгалтера.

На середніх підприємствах функції фінансового управління виконує фінансовий менеджер, який входить до складу функціонального економічного підрозділу, чи спеціалізований фінансовий структурний відділ, який здійснює управління всіма основними аспектами фінансової діяльності.

На великих підприємствах створюється найбільш диверсифікована система функціональних фінансових структурних підрозділів, які підпорядковані фінансовій дирекції.

У дивізіональній організаційній структурі управління підприємством управління виділено в окремі підрозділи на основі продуктів, регіонів або клієнтів. Поява таких структур пов'язана зі зростанням підприємств, ускладненням технологічних процесів, суттєвими змінами у зовнішньоекономічному середовищі. Дивізіональна модель організаційної структури оснований на диверсифікації діяльності компанії та автономії ринково орієнтованих дивізіонів від головного офісу і функціонує на окремому цільовому ринку. Керівник дивізіону має повноваження приймати як оперативні, так і стратегічні рішення. За керівництвом підприємства залишаються основні стратегічні функції: стратегічне планування, інвестиційна політика, управління фінансами.

Проектна організаційна структура — це тимчасова структура, яка створюється для вирішення конкретного завдання. Під час її організації формується команда спеціалістів для реалізації конкретного проекту. Після завершення проекту команда виконавців розпускається.

Такого роду організаційна структура використовується для реалізації великих проектів. Найширше відомий варіант проектної організації — *матрична організація*, який використовується фірмами, продукція яких має відносно короткий життєвий цикл і часто змінюється, тобто фірмами, яким необхідно мати добру маневреність у питаннях виробництва і стратегії.

Поряд з традиційною інтеграцією системи фінансового управління з загальною системою управління підприємством у рамках єдиної інтегрованої органі-

заційної структури в останні роки на практиці використовуються й інші, прогресивніші форми такої інтеграції. Однією з таких форм є концепція управління окремими напрямками фінансової діяльності підприємства на основі центрів відповідальності. Ця концепція, розроблена американським економістом Дж. Хігінсом, має широке практичне використання в управлінні формуванням власних фінансових ресурсів, грошовими потоками, інвестиціями і деякими іншими аспектами фінансової діяльності підприємства.

Центр відповідальності — це структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює ті чи інші напрями фінансової діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення і в межах цих напрямів несе повну відповідальність за досягнення планових (або нормативних) показників, що характеризують стан фінансової діяльності цього підрозділу (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Основні типи центрів відповідальності, сформовані в системі організаційного забезпечення фінансового управління підприємством [1]

Як впливає з наведеного визначення, права керівника підрозділу — центру відповідальності, пов'язаного з окремими аспектами управління фінансовою діяльністю, повинні кореспондуватися з мірою відповідальності за наявності контролю з боку вищої структури (органу) фінансового управління.

Відмінності у функціональному спрямуванні діяльності таких структурних підрозділів, їх місце в організаційній структурі фінансового управління дають змогу виділити чотири типи центрів відповідальності на підприємстві: центр витрат, центр доходу, центр прибутку і центр інвестицій.

Центр витрат — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність тільки за витрачання коштів відповідно до доведеного йому бюджету.

У зв'язку з функціональним напрямом діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на обсяг доходів, а також на суму прибутку. Прикладом центру витрат є постачально-заготівельний чи виробничий підрозділи підприємства.

Центр доходу — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність тільки за формування доходів у встановлених обсягах.

З огляду на функціональний напрям діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на весь обсяг витрат на реалізацію продукції, а також на суму прибутку. Прикладом центру доходу є збутовий підрозділ підприємства.

Центр прибутку — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за доведені йому завдання з формування прибутку.

У зв'язку з функціональним напрямом діяльності такий структурний підрозділ повністю контролює як формування доходів від реалізації продукції, так і обсяг витрат на її виготовлення. Прикладом центру прибутку є структурний підрозділ із закінченим циклом виробництва і реалізації окремих видів продукції.

Центр інвестицій — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за використання наданих йому інвестиційних ресурсів і отримання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності.

Основним контрольним показником при цьому є рівень прибутку на інвестований капітал. Прикладом центру інвестицій є дочірня фірма підприємства чи відокремлений у його складі спеціальний структурний підрозділ, який здійснює виключно інвестиційну діяльність.

Формування системи організаційного забезпечення фінансового менеджменту на підставі центрів відповідальності передбачає такий алгоритм дій.

Основні етапи формування системи організаційного забезпечення фінансового управління на підставі центрів відповідальності такі:

- дослідження особливостей функціонування окремих структурних підрозділів з позиції їх впливу на окремі аспекти формування і використання фінансових ресурсів;
- визначення основних типів центрів відповідальності у розрізі структурних підрозділів підприємства;
- формування системи прав, обов'язків і міри відповідальності керівників структурних підрозділів, визначених як центри відповідальності;
- розробка і доведення центрам відповідальності планових (нормативних) фінансових завдань у формі поточних чи капітальних бюджетів;
- забезпечення контролю виконання встановлених завдань центрами відповідальності шляхом отримання відповідної інформації (звітів), її аналізу і з'ясування причин відхилень.

Побудова системи організаційного забезпечення фінансового менеджменту шляхом створення центрів відповідальності різних типів залежить від багатьох чинників — обсягів діяльності підприємства, багатофункціональності цієї діяльності, чисельності персоналу, організаційної структури виробництва, організаційно-правової форми діяльності та ін. Тому визначення чисельності та складу центрів відповідальності потребує індивідуального дослідження кожного підприємства.

Сформовані центри відповідальності мають бути укомплектовані кваліфікованими менеджерами, здатними не тільки забезпечувати виконання встановлених завдань, а й розробляти пропозиції вищим органам управління зі збільшення ефективності формування і використання фінансових ресурсів у межах контрольованої ними діяльності підрозділів.

Організаційне забезпечення фінансового менеджменту систематично вдосконалюється. Значною мірою на рівень його розвитку впливають структурно-технологічні зміни за видами економічної діяльності і формами власності.

Типове місце фінансово-управлінських структур у загальній структурі управління фірмою показано на рис. 2.3.



Рис. 2.3. Місце фінансово-управлінських організаційних структур у загальній структурі управління фірмою (типова структура)

Отже, очолює фінансову службу фірми заступник директора (віце-президент), який підпорядковується першому керівникові фірми. Практично він виконує функції фінансового директора фірми і йому підпорядковуються завідувачі фінансового відділу, облікового відділу (або заступники з обліково-фінансових та економічних питань).

Керівник фінансового відділу несе повну відповідальність за планування структури капіталу фірми, оптимізацію операцій з цінними паперами та інші фінансові операції.

Основна мета фінансової служби підприємства — приймати й обґрунтовувати фінансові рішення, які відповідають досягненню фірмою її завдань і цілей. До числа основних складових цієї мети можна віднести максимізацію прибутку та акціонерного капіталу фірми, прискорення руху грошових коштів, забезпечення фінансової стійкості фірми.

Організаційне забезпечення фінансового менеджменту має забезпечувати ефективне формування і використання всіх видів фінансових ресурсів фірми. Структурно-логічну модель організації фінансового менеджменту зображено на рис. 2.4.



Рис. 2.4. Структурно-логічна модель організації фінансового менеджменту

Із рис. 2.5 видно, що структурно-логічна модель організації фінансового менеджменту складається з двох підсистем (яка керує і якою керують). Цією системою регулюються фінансові відносини з формування і використання фінансових ресурсів, оптимізації руху грошових потоків та кругообігу капіталу.

Організаційна система фінансового менеджменту охоплює комплекс фінансових елементів, методів, важелів, за допомогою яких регулюються всі фінансові відносини фірми (див. розд. 1, рис. 1.2).

Фінансове управління фірмою здійснюється на основі комплексу стратегічних і тактичних заходів. Стратегічні заходи визначають загальні напрями і способи використання фінансових коштів для досягнення основних цілей діяльності фірми. На цій основі фінансова служба фірми зосереджує зусилля на певних засобах досягнення цілей.

Конкретні методи і прийоми досягнення фінансових цілей у сукупності являють собою тактику фінансового менеджменту.

Фінансове управління підприємством є складною, багатогранною і динамічною системою, яка постійно розвивається і вдосконалюється. Вона контактує як із внутрішнім, так і з зовнішнім середовищем, що впливають на її розвиток.

Фінансовий менеджмент — складний управлінський комплекс, який акумулює елементи грошово-кредитних операцій, операцій з цінними паперами, валютних операцій, операцій з нерухомістю, а також стратегічного та оперативного тактичного менеджменту.

2.2. ВИМОГИ ДО ІНФОРМАЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Ефективність кожної управлінської системи значною мірою залежить від інформаційного забезпечення. Якість інформації, що використовується для прийняття управлінських рішень, визначає обсяг витрачання фінансових ресурсів, рівень прибутковості, ринкову вартість підприємства, альтернативність вибору інвестиційних проектів і наявних фінансових інструментів та інші показники, які характеризують рівень добробуту власників і персоналу, темпи розвитку підприємства тощо.

Система інформаційного забезпечення (інформаційна система) фінансового менеджменту являє собою безперервний і цілеспрямований відбір відповідних інформаційних показників, які необхідні для здійснення аналізу, планування і підготовки ефективних управлінських рішень за всіма напрямками фінансової діяльності підприємства.

Інформаційна система фінансового менеджменту призначена не тільки забезпечувати необхідною інформацією управлінський персонал і власників підприємства, а й задовольняти інтереси широкого кола зовнішніх користувачів.

Основними користувачами фінансової інформації є внутрішні і зовнішні користувачі (рис. 2.5).

Зовнішні користувачі можуть використовувати лише ту частину інформації, яка характеризує результати фінансової діяльності підприємства і його фінансовий стан. Більша частина цієї інформації зосереджена в офіційній фінансовій звітності, яка надається підприємством.

Внутрішні користувачі, крім уже згаданих, використовують значний обсяг оперативної інформації про фінансову діяльність підприємства, що є комерційною таємницею.

Інформацію, яка забезпечує потреби фінансового менеджменту, можна класифікувати за видами залежно від її джерела і призначення. До основних класифікаційних складових інформаційного забезпечення фінансового менеджменту можна зарахувати такі.

1. *Звітні та оперативні дані*, зокрема, Звіт про фінансовий стан (баланс), форми 2–4 бухгалтерської звітності, статистичні і фінансові оперативні дані. До цього виду інформаційного забезпечення можна віднести, крім даних відповідних форм офіційної бухгалтерської та статистичної звітності, також розроблені підприємством форми документів — носіїв оперативної інформації, а також накопичувані збірники всіх видів звітної інформації.

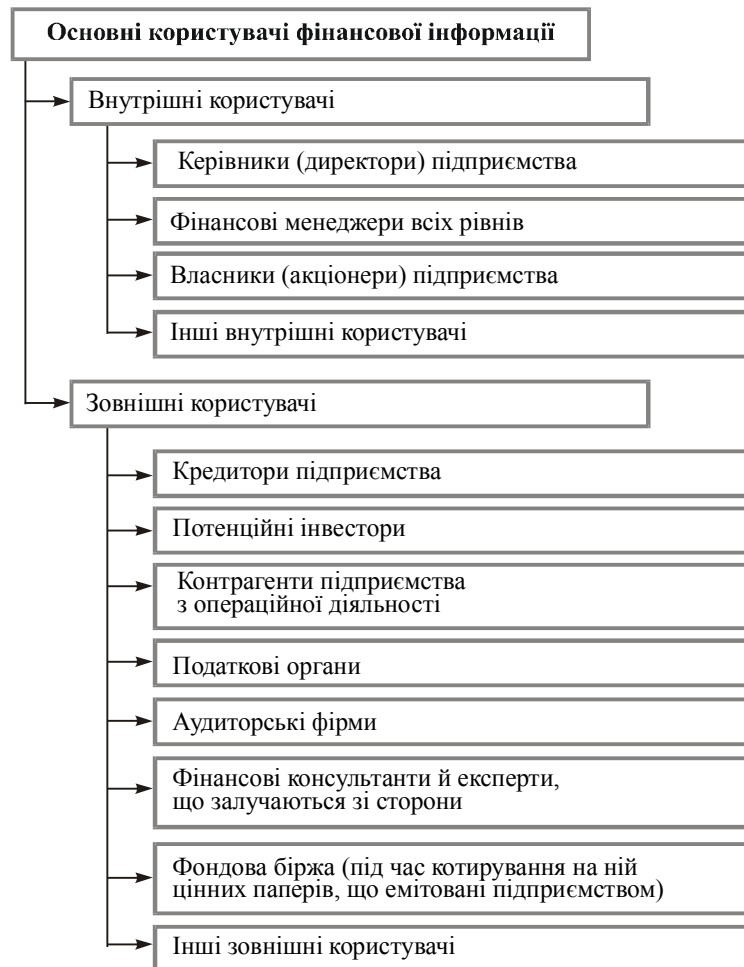


Рис. 2.5. Характеристика складу основних користувачів фінансової інформації підприємства [1, с. 64]

Україна задекларувала на перспективу європейський вектор розвитку і співробітництва, тому виникла потреба у реформуванні системи обліку і звітності та її стандартизації до потреб розвиненої ринкової економіки і вимог ЄС. Відповідно до вітчизняного законодавства починаючи з 2012 р. складати фінансову і консолідовану фінансову звітність за міжнародними стандартами зобов'язані публічні акціонерні товариства, банки, страховики, а також підприємства, які провадять господарську діяльність за видами, перелік яких визначається Кабінетом Міністрів України. Інші підприємства самостійно визначають доцільність застосування міжнародних стандартів для складання фінансової та консолідованої фінансової звітності на підставі рішення власника або за погодженням із контрольними органами.

До міжнародного стандарту звітності належать «The Global Reporting Initiative» (GRI) — система звітності у сфері стійкого розвитку, що використовується підприємствами незалежно від розміру, галузі і розташування. GRI вміщує список конкретних показників для звітності по соціальній, екологічній та економічній діяльності підприємств. Система звітності GRI розкриває досягнуті результати, а також наслідки, що настали протягом звітного періоду, в контексті обов'язків підприємства, її стратегії і підходів до менеджменту.

Система звітності GRI включає як загальні, так і специфічні для окремих галузей матеріали, які широке коло зацікавлених сторін у всьому світі визнали універсально прийнятними для підготовки звітності про результати діяльності підприємства в сфері стійкого розвитку.

2. *Нормативна та інструктивна інформація всіх рівнів* (державна, регіональна, галузева). Цей вид інформації включає законодавчо-правові і нормативно-методичні документи з питань фінансової діяльності, відповідні збірники інформаційних матеріалів.

3. *Планово-прогнозна інформація*. Цей вид інформації охоплює статистичні збірники (державні, регіональні, галузеві, відомчі) із питань фінансової діяльності, фінансових ринків, банківської діяльності; публікації з відповідних питань у періодичних виданнях; прогнозні дані, бюджети всіх рівнів та їх проекти; курси валют у динаміці, біржову і банківську оперативну інформацію.

До цього виду інформаційного забезпечення фінансового менеджменту можна віднести також дані інвестиційної інформації, зокрема результати порівняльної оцінки варіантів інвестиційних проектів за всіма видами інвестицій (прямих або портфельних).

Носіями цієї інформації можуть бути довідки або прогнозні моделі трастових та інвестиційних компаній (у тому числі і банків) щодо управління портфелем цінних паперів, робочі розрахунки підприємства із питань планування та оцінювання ефективності інвестицій.

До планово-прогнозного виду інформаційного забезпечення фінансового менеджменту можна також віднести інформацію, яка використовується для складання бізнес-плану підприємства, зокрема всі види техніко-економічних розрахунків із цих питань, довідково-аналітичну інформацію.

Носіями такої інформації можуть слугувати відповідні форми бізнес-плану, поточний і перспективний фінансові плани підприємства.

4. *Довідково-аналітична інформація*. До цього виду інформаційного забезпечення фінансового менеджменту можна віднести накопичувальну або різного роду разову інформацію, яка формується відповідними службами підприємства. Ця інформація включає, зокрема, різні аналітичні огляди, що складаються підприємством, у тому числі пояснювальні записки до балансу і кожної з форм бухгалтерської звітності з питань фінансово-господарської діяльності підприємства, а також накопичувальні аналітичні збірники, таблиці, форми, макети, бізнес-довідки з різних аспектів фінансів підприємства.

Класифікацію інтересів окремих користувачів інформації про фінансову діяльність підприємства наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**КЛАСИФІКАЦІЯ ІНТЕРЕСІВ ВНУТРІШНІХ І ЗОВНІШНІХ КОРИСТУВАЧІВ ІНФОРМАЦІЇ
ПРО ФІНАНСОВУ ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА ТА ЇЇ ДЖЕРЕЛА**

Внутрішні і зовнішні користувачі інформації	Основні інтереси внутрішніх і зовнішніх користувачів інформації	Джерела інформації
Внутрішні користувачі інформації: менеджери підприємства	Об'єктивна і всебічна оцінка фінансово-виробничої діяльності підприємства як основи для прийняття фінансово-управлінських рішень	Звіт про фінансовий стан підприємства і його фінансові звіти
Акціонери підприємства	Оцінка адекватності прибутків підприємства, ризикованості акціонерних інвестицій. Оцінка ефективності дивідендної політики підприємства	Фінансова звітність і оперативні фінансові дані підприємства
Працівники підприємства	Оцінка фінансової стабільності і прибутковості діяльності підприємства з метою визначення перспектив продуктивної зайнятості і матеріального стимулювання	Фінансова звітність та оперативні дані підприємства
Зовнішні користувачі інформації: податкові органи	Правильність оподаткування підприємств (податку на прибуток підприємств, ПДВ, акцизного збору, мита, інших податків)	Фінансова і податкова звітність, матеріали перевірок підприємства
Кредитори	Визначення інвестиційної привабливості підприємства, ризикованості інвестицій, можливостей своєчасного погашення наданих кредитів	Фінансова звітність і фінансові дані про кредитоспроможність підприємства
Постачальники	Оцінка наявності фінансових ресурсів для своєчасної оплати за поставлену продукцію, сировину, напівфабрикати	Фінансова звітність підприємства
Статистичні органи	Статистичне узагальнення результатів фінансово-господарської діяльності підприємства	Статистична звітність, фінансова звітність

До цього виду інформації належать довідково-аналітичні матеріали, які формуються фінансовою та іншими службами підприємства регулярно — з певною періодичністю, і ті, що готуються одноразово — на певні запити керівництва підприємства, вищої організації або ж зовнішніх користувачів.

Інформаційним забезпеченням фінансового менеджменту має бути бухгалтерська звітність за формами 1–4, тобто звіт про фінансовий стан (баланс) підприємства, звіт про сукупний дохід, звіт про рух грошових коштів, звіт про власний капітал підприємства, а також оперативні дані з фінансово-господарської діяльності підприємства.

Дані бухгалтерської звітності і фінансової інформації підприємства дають змогу аналізувати за відповідні періоди стан і тенденції управління фінансами підприємства, складати фінансові плани і фінансові прогнози діяльності підприємства на коротко-, середньо- і довгострокову перспективу; формувати бюджети доходів і витрат підприємства із різних елементів його фінансово-економічної діяльності; контролювати стан фінансових комерційних і виробничих операцій підприємства; розробляти на основі аналітичних оцінок рекомендації з фінансового оздоровлення підприємства, поліпшення формування і використання його фінансових ресурсів.

Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту дає змогу оцінити стан управління активами і пасивами підприємства, визначити ефективність управління власним капіталом підприємства і всіма його майновими засобами, виявити у ході такого оцінювання резерви поліпшення майнового стану підприємства і спрогнозувати відповідні тенденції в цих процесах у майбутніх періодах.

На основі інформаційних даних із фінансового управління підприємством також оцінюються його взаємовідносини із банківськими установами, іншими кредиторами, партнерами, інвесторами. Таке оцінювання дає можливість підприємству розробити заходи на поліпшення банківських відносин, з оптимізації взаємовідносин з інвесторами і кредиторами, з'ясувати ефективність різних варіантів інвестиційних проектів, доцільність виплати дивідендів і прийняти на підставі перелічених даних виважені фінансово-управлінські рішення.

Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту також використовується в оцінці ефективності фінансових угод підприємства.

На підставі аналізу інформаційних даних про фінансовий менеджмент можна зробити висновок, чи дотримується підприємство і його партнери умов проведення фінансових операцій.

До фінансових функцій бізнесу, що виконуються на основі вже зазначених інформаційних даних, належать також ведення та оцінювання фінансової звітності, оцінювання виконання прийнятих рішень у галузі фінансів, складання бюджетів формування і використання фінансових ресурсів.

Прийняття ефективних рішень у галузі управління фінансовою діяльністю підприємства неможливе без досконального знання даних бухгалтерської та фінансової звітності.

Фінансова звітність має бути підготовлена і надана користувачам у певні терміни, які визначаються чинним законодавством. У разі надмірної затримки надання звітної інформації вона може втратити своє значення.

Дані фінансової звітності є основою не тільки для оцінювання результатів звітного періоду, а й для їх прогнозування. Так, інформація про фінансовий стан і результати діяльності часто використовується як основа для прогнозування майбутнього фінансового стану підприємства.

Під час підготовки фінансової звітності кожне підприємство розглядається як юридична особа, що відокремлена від власників — фізичних осіб. Таким чином, особисте майно і зобов'язання власників не повинні відображатись у фінансовій звітності підприємства. Тому у фінансовій звітності (зокрема, у звіті

про фінансовий стан) передбачене відображення лише зобов'язань власників за внесками капіталу і розподілу прибутку власникам (у вигляді процентів, дивідендів, вилучення капіталу тощо). Цей принцип дістав назву *принцип автономності підприємства*.

Отже, якщо власник підприємства вносить власні грошові кошти у банк з метою збільшення зареєстрованого (пайового) капіталу даного підприємства, то ця операція відображається у фінансовій звітності. Якщо ж метою власника буде отримання процентів за депозитним вкладом, що здійснений його власними коштами, та їх використання на свої потреби, то така господарська операція не вплине на показники фінансової звітності.

Фінансові звіти складаються також з *принципу безперервності діяльності підприємства*, тобто підприємство не має ані наміру, ані потреби ліквідуватися або суттєво зменшувати масштаби діяльності і залишатиметься таким надалі (принаймні протягом наступного звітного періоду).

За протилежних обставин, якщо події після дати балансу свідчать про наміри підприємства припинити діяльність або про неможливість її продовження, підприємство не може використовувати П(С)БО як основу для підготовки своїх фінансових звітів (п. 18 П(С)БО 6). Тоді немає потреби у поділі його активів і зобов'язань на необоротні та оборотні (довго- і короткострокові). Адже підприємство повинно у процесі ліквідації покрити всі свої зобов'язання (спочатку перед кредиторамі, потім перед власниками), тому всі активи стають оборотними, а зобов'язання — короткостроковими. Оцінка статей балансу за базовою собівартістю також не може бути використана, їх слід переоцінити за ринковою вартістю. Фактично для підприємства, що ліквідується, втрачає сенс застосування майже всіх принципів формування фінансової звітності, які стосуються безперервно діючого підприємства.

Принцип періодичності припускає поділ діяльності підприємства на певні періоди (звітні періоди) з метою складання фінансової звітності.

За П(С)БО 1 звітний період становить календарний рік. Проте для новоствореного підприємства або для підприємства, яке ліквідується, тривалість звітного періоду може бути іншою (рис. 2.6).

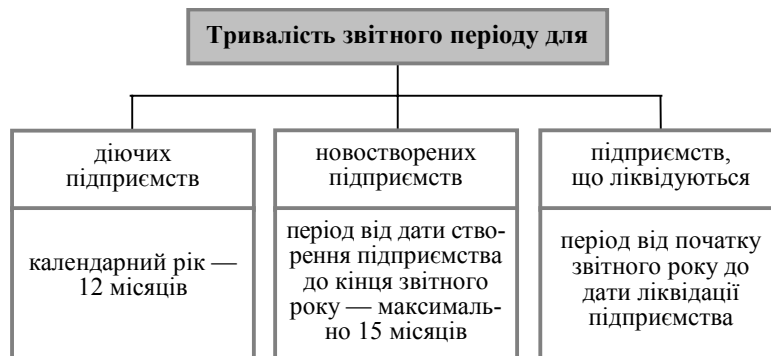


Рис. 2.6. Тривалість звітного періоду для діючих, новостворених підприємств і підприємств, що ліквідуються

Принцип відображення у звітності за періодом нарахування полягає в тому, що результати господарських операцій визнаються, коли вони відбуваються і відображаються в бухгалтерському обліку та фінансових звітах тих періодів, до яких вони належать. Завдяки цьому користувачі отримують інформацію не тільки про минулі операції, пов'язані з виплатою чи отриманням грошових коштів, а й про зобов'язання сплатити грошові кошти в майбутньому і про ресурси, які мають надійти у майбутньому. Така інформація про минулі операції є найкориснішою для прийняття користувачами економічних рішень.

П(С)БО 1 зазначає, що принцип нарахування має застосовуватися одночасно з *принципом відповідності*, за яким витрати визнаються у звіті про фінансові результати на основі прямого зв'язку між ними та отриманими доходами.

Щоб бути достовірною, інформація у фінансових звітах має бути також повною, з огляду на її важливість для користувача і витрати, пов'язані з отриманням цієї інформації. Тому фінансова звітність не обмежується лише балансом (Звіт про фінансовий стан), звітами про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід), власний капітал і рух грошових коштів, а крім того, містить примітки, які дають інформацію про облікову політику підприємства і додаткові пояснення до окремих статей цих звітів. Також у примітках розкриваються важливі для користувачів фінансової звітності події, які відбулися після дати складання балансу (наприклад, оголошення дивідендів за акціями).

Що ж стосується непередбачених подій і подій після дати балансу, то вони взагалі не впливали на показники звітів і не розкривались у пояснювальній записці. П(С)БО 6 такі події поділяють на дві групи і коригують певні статті звітності або розкривають у примітках (рис. 2.7).

Щоб скласти фінансову звітність, керівництво підприємства формує *облікову політику*, тобто обирає принципи, методи і процедури обліку у такий спосіб, щоб достовірно відобразити фінансовий стан і результати діяльності підприємства і забезпечити зіставність фінансових звітів.

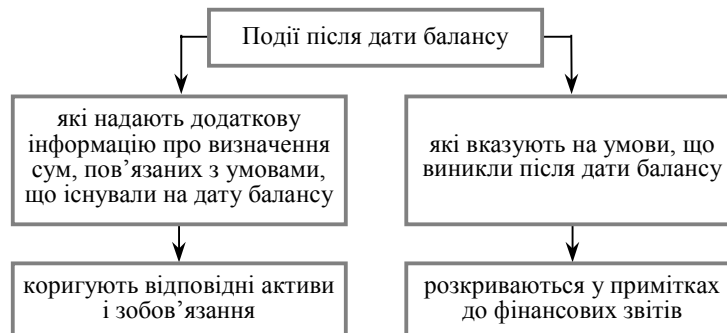


Рис. 2.7. Класифікація подій після дати балансу за П(С)БО 6

Надання користувачам інформації про політику бухгалтерського обліку, якою підприємство повинно керуватися постійно під час складання фінансових звітів, про будь-які зміни у цій політиці та вплив таких змін на показники фінансових звітів є вимогою *принципу послідовності*.

Дотримання цього принципу є передумовою зіставності фінансових звітів, адже користувачі дістають можливість визначати відмітні риси різних підходів до бухгалтерського обліку зі схожих операцій та інших подій, які використовуються одним і тим самим підприємством або різними підприємствами протягом певних звітних періодів.

Українські підприємства мали дуже обмежені можливості у формуванні облікової політики, які визначалися п. 1 «Вказівок щодо організації бухгалтерського обліку в Україні», затверджених наказом Мінфіну України від 7 травня 1993 р. № 25, з наступними змінами і доповненнями. У пояснювальній записці до річного бухгалтерського звіту вимагалось попередити про намір зміни облікової політики в наступному звітному році.

За П(С)БО 1 підприємство висвітлює свою облікову політику у примітках, описуючи принципи оцінки і методи обліку щодо окремих статей звітності. Підприємство має право вибору того чи того рішення, приймає ці рішення самостійно.

Що ж стосується змін облікової політики, то в П(С)БО 6 визначено:

- коли можливі такі зміни;
- що не вважається зміною облікової політики;
- як зміни облікової політики впливають на показники фінансових звітів;
- які примітки слід подавати у разі змін облікової політики.

Ряд господарських операцій, таких як погашення сумнівної заборгованості, визначення можливого строку корисного використання основних засобів та ін., характеризуються певною невизначеністю і потребують професійного судження. Під час складання фінансових звітів застосовується *принцип обачності*, яким передбачається, що активи або дохід не повинні бути завищені, а зобов'язання чи витрати — занижені.

Сутність операцій або інших подій не завжди відповідає тому, що впливає з їх юридичної форми. Наприклад, підприємство може передати актив іншій стороні у такий спосіб, що подальше використання майбутніх економічних вигід цього активу залишається за даним підприємством, а тому відображення цієї операції як продажу не відповідатиме її сутності. Таким чином, керівництво підприємства має надавати *перевагу економічному змісту господарських операцій над їх юридичною формою*.

Принцип єдиного грошового вимірювача передбачає вимірювання та узагальнення всіх операцій підприємства у його фінансовій звітності в єдиній грошовій одиниці.

Під час складання фінансової звітності слід намагатися збалансувати всі перелічені принципи у такий спосіб, щоб досягти якісних характеристик фінансової звітності.

Висока роль фінансової інформації в підготовці і прийнятті ефективних управлінських рішень зумовлює високі вимоги до її якості у процесі формування інформаційної системи фінансового менеджменту, серед яких виділяють вимоги до її значимості, повноти, своєчасності, достовірності, простоти побудови, зіставності, ефективності:

1) значимість, яка показує, наскільки залучена інформація впливає на результати фінансових рішень, насамперед у процесі формування фінансової

стратегії підприємства, розробки цілеспрямованої політики з окремих аспектів фінансової діяльності, підготовки поточних і оперативних фінансових планів;

2) повнота, яка характеризує завершеність кола інформативних показників, необхідних для проведення аналізу, планування і прийняття оперативних управлінських рішень з усіх питань фінансової діяльності підприємства;

3) своєчасність, яка характеризує відповідність інформації у її потребі за період використання. Окремі види інформативних показників використовуються в незмінному якісному вираженні лише один день (наприклад, курс іноземних валют, окремих фондових і грошових інструментів на фінансовому ринку), інші — місяць, квартал;

4) достовірність, яка показує, наскільки інформація, що формується, адекватно відображає реальний стан і результати фінансової діяльності, правдиво характеризує зовнішнє фінансове середовище, нейтральна стосовно всіх категорій потенційних користувачів та як її можна перевірити;

5) простота побудови, відповідність певним стандартам і доступність для розуміння тими категоріями користувачів, для яких вона призначена;

6) зіставність, яка визначає можливість порівняльної оцінки вартості окремих активів і результатів фінансової діяльності підприємства у часі, можливість проведення порівняльного фінансового аналізу підприємства з аналогічними суб'єктами господарювання. Така зіставність забезпечується ідентифікацією визначення окремих інформативних показників та одиниць їх виміру, використанням відповідних національних і міжнародних стандартів фінансової звітності, послідовністю і стабільністю методів обліку фінансових показників на підприємстві;

7) ефективність, яка означає, що витрати на залучення окремих інформативних показників не повинні перевищувати ефект, який буде отриманий у результаті їх використання під час підготовки і реалізації відповідних управлінських рішень.

Склад системи інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, її широта і глибина визначаються галузевими особливостями діяльності підприємств, їх організаційно-правовою формою функціонування, обсягом і рівнем диверсифікації фінансової діяльності.

2.3. ВИКОРИСТАННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ТА ВНУТРІШНЬОЇ ІНФОРМАЦІЇ У ФІНАНСОВОМУ УПРАВЛІННІ

Конкретні показники системи інформаційного забезпечення формуються за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел інформації. У розрізі кожної з цих груп джерел уся сукупність показників, які включаються до інформаційної системи фінансового менеджменту, підлягає попередній класифікації.

А. Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із зовнішніх джерел, поділяється на чотири групи (рис. 2.8).

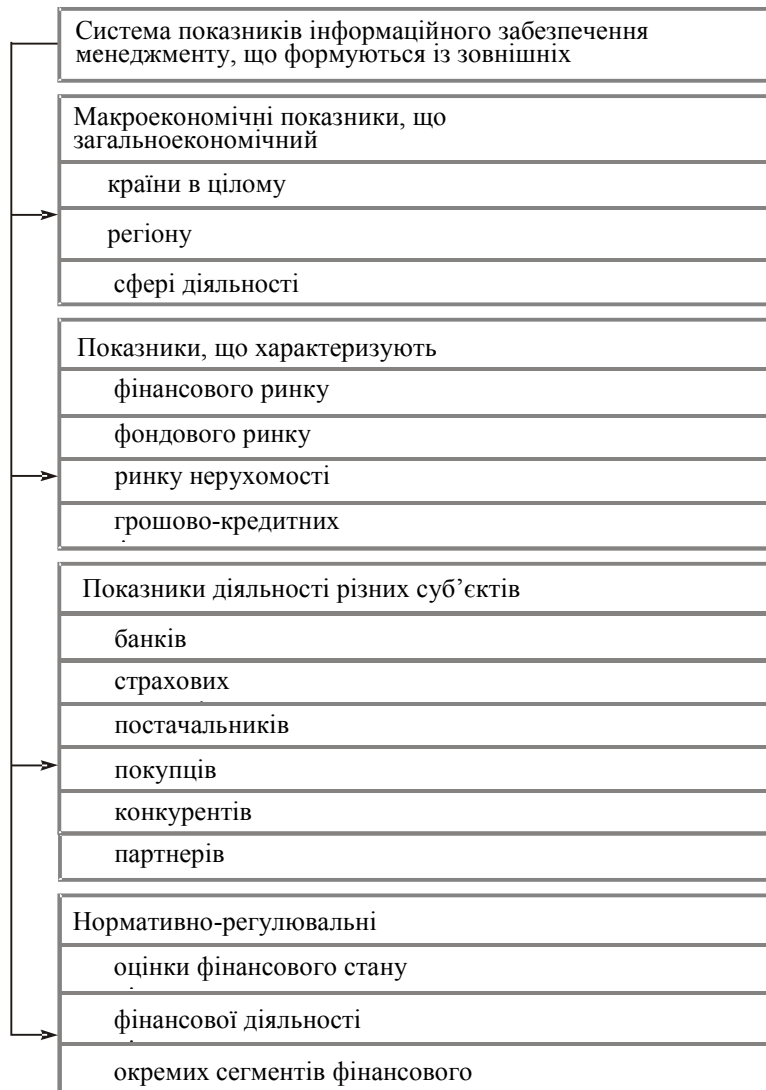


Рис. 2.8. Класифікація системи показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із зовнішніх джерел

Як видно з рис. 2.8, система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із зовнішніх джерел, поділяється на чотири групи і 16 підгруп за різними ознаками.

Б. Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із внутрішніх джерел, поділяється на три групи, в яких 7 підгруп (рис. 2.9).

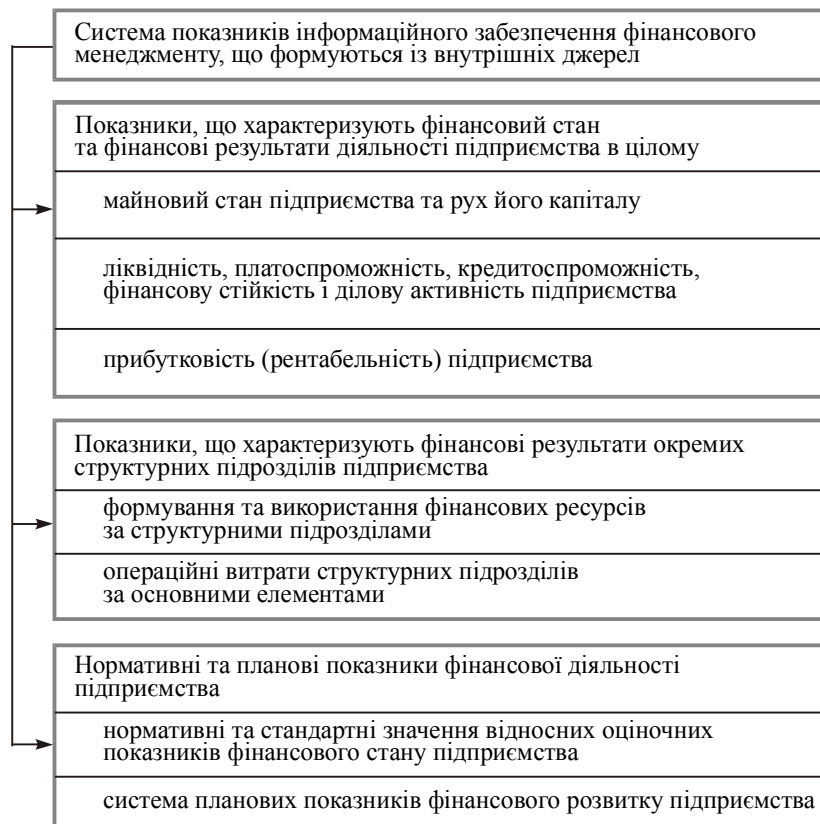


Рис. 2.9. Класифікація системи показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, що формуються із внутрішніх джерел

1. *Показники, що характеризують фінансовий стан і фінансові результати діяльності підприємства в цілому.*

Система показників цієї групи включає майновий стан підприємства і рух його капіталу; ліквідність, платоспроможність, кредитоспроможність, фінансову стійкість і ділову активність підприємства; фінансові результати діяльності підприємства, тобто його прибутковість і рентабельність.

Система інформаційних показників цієї групи широко використовується як зовнішніми, так і внутрішніми користувачами. Зокрема, ці показники широко застосовуються у процесі фінансового аналізу, фінансового планування і прогнозування, фінансового контролінгу, а також у процесі розробки фінансової стратегії і тактики розвитку підприємства, організації та управління фінансовою

діяльністю підприємства, у ході визначення основних напрямів фінансової політики розвитку підприємства.

Формування показників цієї групи здійснюється на базі даних фінансового обліку підприємства.

Характерною ознакою цієї групи є їх уніфікованість, оскільки вони базуються на загальноприйнятих стандартизованих принципах обліку. Це дає змогу широко використовувати типові технології, моделі та алгоритми фінансових розрахунків за окремими аспектами формування і використання фінансових ресурсів підприємства. Крім того, уніфікованість цих показників дає можливість порівнювати їх з аналогічними підприємствами за галузевою та іншими ознаками, а також порівнювати фактичні і нормативні значення основних оціночних показників. Це уможливує систематичний пошук резервів поліпшення фінансового стану і фінансового оздоровлення підприємства.

2. Показники, що характеризують фінансові результати діяльності окремих структурних підрозділів підприємства.

Формування системи показників цієї групи здійснюється за даними управлінського обліку й оперативними даними.

До складу показників цієї групи входять показники, що характеризують формування і використання всіх видів фінансових ресурсів за структурними підрозділами; операційні витрати структурних підрозділів за основними елементами.

Аналіз цих показників за структурними підрозділами підприємства дає змогу глибше дослідити вплив на фінансові показники їх роботи зміни обсягових показників у натуральному вираженні, а також визначити вплив на фінансові результати зміни цін на сировину, паливо, електроенергію, напівфабрикати.

3. Нормативні та планові показники фінансової діяльності підприємства.

До складу цієї групи показників входять нормативні і стандартні значення відносних оціночних показників фінансового стану підприємства; система планових показників фінансового розвитку підприємства.

Ці показники можуть формуватись як за галузевою ознакою (або за видами економічної діяльності), так і на підприємстві.

Використання всіх зазначених показників, що походять із зовнішніх і внутрішніх джерел, дає змогу створити на підприємстві цілеспрямовану систему інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, орієнтовану як на прийняття стратегічних фінансових рішень, так і на ефективне поточне управління фінансами підприємства.

Фінансова інформація використовується для обґрунтування фінансових рішень. Ефективне її використання передбачає обізнаність фінансових менеджерів зі змістом внутрішньої та зовнішньої фінансової інформації, а також з фінансовою термінологією.

Фінансова інформація являє собою дані бухгалтерського обліку, який об'єднує фінансовий бухгалтерський облік та управлінський бухгалтерський облік.

У сукупності дані бухгалтерського обліку складають зовнішнє і внутрішнє інформаційне забезпечення фінансового менеджменту.

У фінансовому бухгалтерському обліку відображаються результати минулої фінансової діяльності підприємства. Ці дані використовуються зовнішніми

споживачами, які перебувають у партнерських стосунках з підприємством, зокрема інвесторами, кредиторами.

У даних управлінського бухгалтерського обліку міститься фінансова інформація, яка спрямована на вирішення підприємством фінансових питань у перспективному періоді. Така інформація використовується фінансовими менеджерами підприємства для прийняття стратегічних і тактичних фінансових рішень, прогнозування фінансових показників на майбутній період, оптимізації фінансової діяльності підприємства у перспективі.

Дані управлінського бухгалтерського обліку складають внутрішню інформацію фінансового менеджменту.

Отже, інформаційним забезпеченням фінансового менеджменту, як зовнішнім, так і внутрішнім, є різні види фінансової звітності, які складаються на підставі обґрунтованих показників фінансового обліку. На цій основі користувачам надається зручна і зрозуміла інформація для прийняття ділових фінансових рішень. Ця інформація має бути достовірною, об'єктивною, надійною і своєчасною.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 2

Система організаційного забезпечення — це взаємопов'язана система внутрішніх підрозділів, служб, суб'єкта господарювання, які уповноважені здійснювати підготовку і прийняття фінансових рішень, несуть відповідальність за їх виконання і результати фінансово-господарської діяльності, досягнення мети та реалізації завдань фінансового менеджменту.

На практиці використовується чотири основні види організаційної структури підприємства: функціональна, дивізійна, проектна і матрична. Динамічний розвиток бізнесу і зовнішнього середовища супроводжується впровадженням на вітчизняних підприємствах підходу до побудови організаційної структури управління на основі центрів фінансової відповідальності. Виділяють такі центри відповідальності стосовно завдань фінансового управління підприємством, як доходу, витрат, прибутку, інвестицій.

Ефективність управління фінансовою діяльністю підприємства значною мірою залежить від якості його інформаційного забезпечення. Вичерпна, достовірна, своєчасна і зрозуміла інформація слугує запорукою прийняття фінансових рішень, спрямованих на оптимізацію витрат фінансових ресурсів, зростання обсягу прибутку і ринкової вартості підприємства. Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту включає таку інформацію: звітну та оперативну, нормативно-правову, планово-прогнозну і довідково-аналітичну.

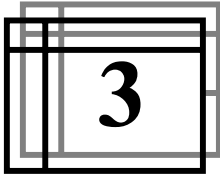
Реалізація прийомів і методів фінансового менеджменту базується на відповідному нормативно-правовому регулюванні, що полягає у встановленні державними органами правил здійснення господарської діяльності.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Сутність організаційного забезпечення фінансового менеджменту.
2. Основна мета і функціональні обов'язки фінансового підрозділу на підприємстві.
3. Мета формування центрів фінансової відповідальності та їх характеристика.
4. Схема організаційної структури фінансового управління корпорацією.
5. Фактори зовнішнього і внутрішнього середовища, які слід враховувати в процесі прийняття фінансових рішень.
6. Фінансова звітність як інформаційна основа фінансового менеджменту.
7. Значення зовнішньої та внутрішньої інформації в прийнятті фінансових рішень.
8. Вплив достовірності та своєчасності інформації в прийнятті фінансових рішень.
9. Переваги та недоліки існування комерційної таємниці з фінансових питань підприємства.
10. Напрями зниження рівня асиметрії інформації при прийнятті управлінських фінансових рішень.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Т. 1 / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 1999. — 592 с. — С. 52—130.
2. Фінансовий менеджмент та фінансовий інжиніринг бізнес-процесів. Магістерський курс: навч. посібник. Т. 1. — Луцьк: СПД Галяк Ж.В., 2013. — 604 с. — С. 29—58.
3. Корпоративный финансовый менеджмент: [учеб.-практич. пособие] / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. — М.: Юрайт, 2014. — 990 с. — С. 432—451.
4. Опарін В.М. Фінанси (Загальна теорія): навч. посібник / В. М. Опарін. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2005. — 240 с.



Розділ

3

УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Вивчивши матеріал розділу ви ЗНАТИМЕТЕ:

- види грошових потоків, які може генерувати суб'єкт підприємства в процесі фінансово-господарської діяльності;
- цілі і техніку планування руху грошових коштів суб'єкта підприємства;
- методики аналізу ефективності управління грошовими потоками, у тому числі моделі розрахунку оптимального рівня залишку грошових коштів;
- які заходи фінансового управління є ефективними для покриття дефіциту грошових коштів і забезпечення ліквідності суб'єкта підприємства.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- структурувати грошові потоки суб'єкта підприємства за видами його діяльності;
- визначати чинники і ризики, що впливають на грошові потоки суб'єкта підприємства, та рівень їх впливу на формування абсолютної суми сукупного чистого грошового потоку;
- планувати значення цільових фінансових показників для потреб контролю грошових потоків;
- здійснювати оперативний контроль за грошовими потоками суб'єкта підприємства;
- на основі оптимізації руху грошових коштів будувати ефективну систему управління ліквідністю суб'єкта підприємства.

Основні терміни та поняття

Грошовий потік

Еквіваленти грошових коштів

Звіт про рух грошових коштів

Інвестиційна діяльність

Інвестиційний грошовий потік

Непрямий метод розрахунку грошового потоку

Негрошові операції

Операційний грошовий потік
Прямий метод розрахунку грошового потоку
Фінансовий грошовий потік
Корпоративний грошовий потік
Free Cash-Flow
Net Cash-Flow
Чистий грошовий потік

3.1. ГРОШОВІ ПОТОКИ ЯК ОБ'ЄКТ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Фінансовий менеджмент як функціонально-організаційна модель управління фінансами суб'єкта господарювання включає такі напрями:

- операційна та інвестиційна діяльність;
- фінансування потреби підприємства у капіталі (фінансова діяльність);
- фінансовий контролінг ефективності та адекватності всіх складових такої моделі.

Системоутворюючим механізмом кожного зі складових елементів, а отже, і моделі фінансового менеджменту загалом, є грошові потоки як фінансове вираження підприємницької діяльності суб'єкта господарювання в умовах ринкової економіки. При цьому грошові потоки розглядаються як основа самофінансування суб'єкта господарювання — покриття потреби підприємства в капіталі за рахунок внутрішніх джерел. Тому грошові потоки можна визначити як матеріальну основу фінансового менеджменту, а ефективність і реалістичність моделі управління фінансами суб'єкта господарювання безпосередньо залежатиме від результативності моделі управління грошовими потоками такого підприємства.

3.1.1. Економічна сутність грошових потоків

У фінансовій літературі грошовий потік розглядається як стійка сукупність розподілених у часі процесів надходження і вибуття грошових коштів, що генеруються суб'єктом господарювання у результаті здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Грошовий потік можна визначити як сукупність послідовно розподілених у часі подій, які пов'язані з відособленим і логічно завершеним фактом зміни власника грошових коштів у зв'язку з виконанням договірних зобов'язань між економічними агентами (суб'єктами господарювання, державою, домогосподарствами, міжнародними організаціями). Грошові потоки безпосередньо пов'язані з рухом коштів на підприємстві, який відображає надходження у розпорядження суб'єкта господарювання коштів та їх еквівалентів використання.

Слід зазначити, що виникнення і формування грошового потоку у разі здійснення господарських операцій у рамках реалізації операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства є результатом прояву сукупності фінансово-економічних відносин, а отже, має певні ознаки, серед яких необхідно виділити такі.

По-перше, рух грошових коштів здійснюється у зв'язку із виконанням договірних зобов'язань між суб'єктами господарювання як фінансова складова виконання відповідних господарських угод. Наприклад, угода з купівлі-продажу матеріальних цінностей передбачає поставку товару одним із учасників договору і відповідну оплату іншим учасником. Така характеристика грошового потоку потребує документарного оформлення і підтвердження причини формування грошового потоку.

По-друге, функціонально-організаційні особливості господарських операцій підприємства дають змогу ідентифікувати рух коштів за видами грошових потоків відповідно до встановлених критеріїв групування. Так, залежно від виду фінансово-господарської діяльності підприємства розрізняють грошовий потік від операційної діяльності, грошовий потік від інвестиційної діяльності та грошовий потік від фінансової діяльності.

За впливом на майновий стан підприємства виділяють вхідні і вихідні грошові потоки (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

КЛАСИФІКАЦІЙНА СУКУПНІСТЬ ВИДІВ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ

№ з/п	Критерій або ознака класифікації	Класифікаційна сукупність
1	Вид фінансово-господарської діяльності	Операційний грошовий потік Інвестиційний грошовий потік Фінансовий грошовий потік
2	Масштаб діяльності (центри формування грошових потоків)	Грошовий потік по підприємству Грошовий потік по підрозділах Грошовий потік по центрах відповідальності Грошовий потік по господарській операції
3	Зміна залишків грошових коштів — резерву ліквідності (вплив на майно)	Вхідні грошові потоки Вихідні грошові потоки
4	Валюта деномінації	Грошові потоки в національній валюті Грошові потоки в іноземній валюті (у розрізі кожної валюти деномінації)
5	Значимість грошових потоків	Пріоритетні грошові потоки Другорядні грошові потоки Обслуговуючі грошові потоки
6	Розподіл у часі	Поточні (теперішні) грошові потоки Очікувані (майбутні) грошові потоки

Зауважимо, що не всі господарські операції, пов'язані з рухом грошових коштів, включаються до грошового потоку підприємства. Зокрема, не розглядаються як грошові потоки перекази грошових коштів між відособленими підрозділами підприємства, видача (повернення) грошових коштів підзвітним особам, інкасація готівки, переказ грошових коштів із розрахункового на депозитний рахунок. Однак це не означає, що такі операції не повинні розглядатися як об'єкт фінансового менеджменту.

По-третє, грошові потоки, що генеруються суб'єктом господарювання, мають виключно фінансовий характер. Адже їх результатом є формування, розпо-

діл, перерозподіл і використання фондів грошових коштів суб'єкта господарювання (формування виручки від реалізації товарів; виплата грошових дивідендів; оплата рахунків постачальників; виплата заробітної плати; сплата податків та інших обов'язкових платежів до бюджету і позабюджетних фондів; емісія та розміщення акцій для формування статутного капіталу; погашення основної суми боргових зобов'язань суб'єкта господарювання та виплата процентів).

Грошові потоки як форми вираження фінансових відносин на підприємстві відображають порядок та особливості їх реалізації, а також формування результату таких фінансових відносин (наприклад, формування і використання прибутку, формування резерву ліквідності¹). При цьому грошові потоки реалізуються виключно як рух грошових коштів.

Зупинимося на основних (базових) функціонально-організаційних характеристиках грошових потоків, до яких слід віднести:

- причину і джерело формування грошового потоку, що відповідає господарській операції суб'єкта господарювання (або їх сукупності), виконання якої і передбачає генерування руху грошових коштів — формування грошового потоку;
- фактори формування абсолютної величини грошового потоку;
- вплив грошового потоку на майно підприємства у частині зміни (збільшення або зменшення) абсолютної величини грошових коштів і їх еквівалентів, що перебувають у розпорядженні цього підприємства, — формування його резерву ліквідності;
- форма узгодження грошового потоку — процедура ідентифікації та структурування грошового потоку, забезпечення з метою управління його зіставності (віднесення, виходячи із характеристик господарської операції, руху грошових коштів до того чи іншого виду грошового потоку), групування та зведення грошових потоків для формування узагальнюючих показників оцінки грошових потоків;
- кількісне оцінювання грошового потоку — розрахунок на основі узгодження грошових потоків абсолютної величини узагальнюючих показників руху грошових коштів (наприклад, операційного грошового, інвестиційного чи фінансового грошових потоків), відносних показників і фінансових коефіцієнтів оцінки грошових потоків (наприклад, CFROI (Cash Flow Returns on Investments), CVA (Cash Value Added) тощо).

3.1.2. Структурування грошових потоків

Об'єктивною необхідністю в управлінні грошовими потоками є структурування грошових потоків — формування упорядкованої сукупності грошових потоків відповідно до встановленого критерію (або групи критеріїв) та визначення їх базових функціонально-організаційних особливостей. При цьому структурування грошових потоків дає змогу забезпечити нівелювання впливу особливостей окремих грошових потоків на процес управління за рахунок формування об'єкта управління на основі цільової вибірки грошових потоків, а та-

¹ Тут і далі під резервом ліквідності автори розуміють стійкий залишок грошових коштів у розпорядженні підприємства у поточний період, що є джерелом забезпечення виконання поточних зобов'язань. Резерв ліквідності також використовується для визначення коефіцієнта миттєвої ліквідності підприємства.

кож спрощення і зменшення обсягів інформаційної бази прийняття управлінських фінансових рішень за рахунок використання результируючих показників (як загальних, так і часткових). Тому для потреб управління грошовими потоками підприємства і формування інформаційної бази, яка використовується для обґрунтування і прийняття управлінських фінансових рішень, сукупність грошових потоків, що генерується суб'єктом господарювання, доцільно згрупувати в однорідні цілісні групи — *види грошових потоків* (табл. 3.1).

Важливим критерієм управління грошовими потоками є ідентифікація розподілу грошового потоку в часі, відповідно до чого виділяються *поточні грошові потоки*, формування яких відбувається у поточному періоді, та *очікувані грошові потоки*, формування яких відбувається поза межами такого періоду.

Необхідність структурування грошових потоків за таким критерієм пов'язана із необхідністю врахування часової вартості грошей у процесі управління грошовими потоками підприємства. Необхідність урахування часової вартості грошових потоків виникає під час обґрунтування управлінських рішень про господарські операції, які генерують грошові потоки, розподілені у довгостроковому періоді (насамперед реалізація інвестиційних проектів, залучення довгострокового капіталу¹).

Формування грошових потоків на підприємстві характеризується різним рівнем їх значущості для забезпечення стабільності фінансово-господарської діяльності підприємства у коротко- і довгостроковому періодах. Так, відповідно до принципів XYZ-аналізу об'єкти управління доцільно поділяти на категорії, що відображають рівень їх впливу на кінцевий результат (див. ряд. 5 табл. 3.1):

- пріоритетні грошові потоки;
- другорядні грошові потоки;
- обслуговуючі грошові потоки.

Основна увага фінансового менеджера має бути зосереджена на грошових потоках підприємства, що віднесені до складу пріоритетних, — грошових потоків за операціями, які забезпечують створення більшої частини вартості або прибутку підприємства і, відповідно, формуються на регулярній основі. До пріоритетних грошових потоків можна віднести, зокрема, надходження виручки від реалізації; оплату рахунків постачальників; сплату податків, інших обов'язкових платежів; виплату заробітної плати, формування доходів власників (грошові дивідендні виплати, викуп власних корпоративних прав).

Обслуговуючі грошові потоки підприємства формуються за господарськими операціями, які хоча безпосередньо і не створюють вартості підприємства, однак є необхідними для забезпечення нормального режиму його функціонування. До господарських операцій, що генерують обслуговуючі грошові потоки, можна віднести, наприклад, організацію відносин із комерційним банком, із страховою компанією.

Грошовий потік (рис. 3.1) класифікується як вхідний за умови, коли рух коштів у рамках господарської операції, що генерує такий грошовий потік, веде до збільшення абсолютної величини грошових коштів, які перебувають у розпорядженні підприємства на певний момент часу.

¹ Детальніше див. розд. 4 даного підручника.

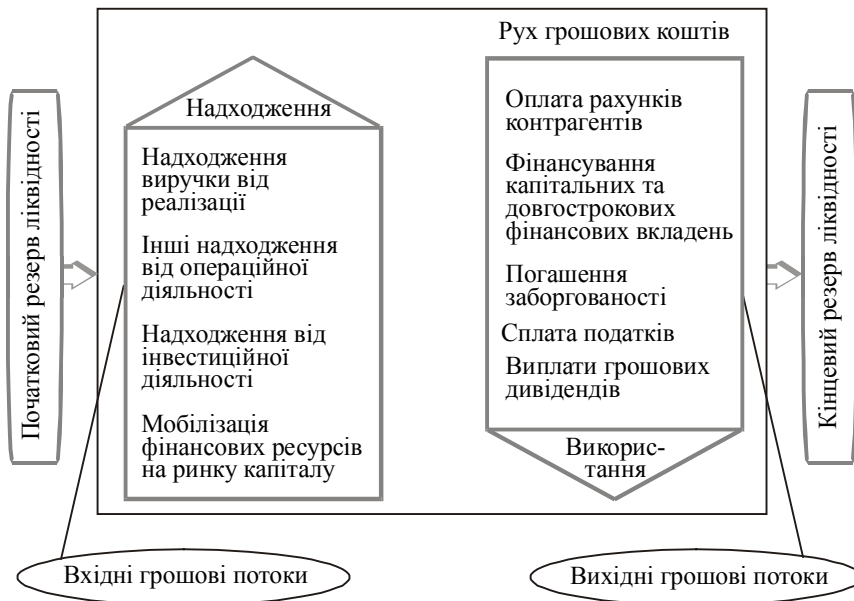


Рис. 3.1. Узгодження вхідних і вихідних грошових потоків

Сукупність *вхідних грошових потоків* є складовою чистого грошового потоку суб'єкта господарювання. Сукупність вхідних грошових потоків суб'єкта господарювання наведено на рис. 3.2.

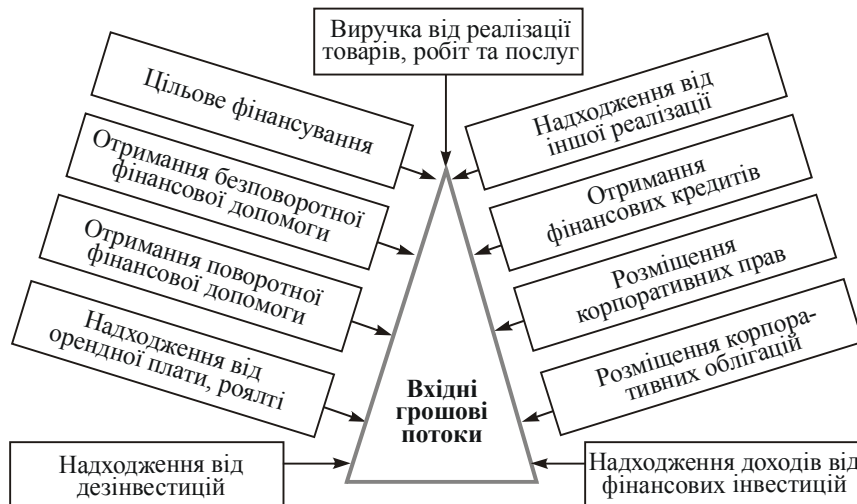


Рис. 3.2. Типова сукупність вхідних грошових потоків суб'єкта господарювання

Другою складовою чистого грошового потоку суб'єкта господарювання від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності є сукупність *вихідних грошових потоків*. Вони характеризуються протилежним до вхідних грошових по-

токів напрямом впливу на фінансовий стан підприємства і являють собою напрями використання грошових коштів підприємства.

Так, грошовий потік класифікується як вихідний, якщо рух коштів у рамках такого грошового потоку веде до зменшення абсолютної величини грошових коштів, що перебувають у розпорядженні суб'єкта господарювання на певний момент часу. Сукупність вихідних грошових потоків суб'єкта господарювання наведено на рис. 3.3.

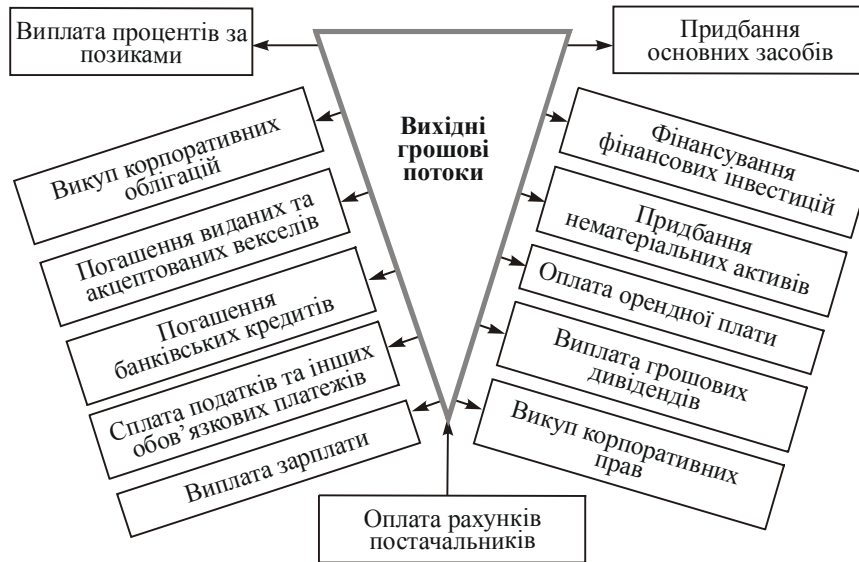


Рис. 3.3. Типова сукупність вихідних грошових потоків суб'єкта господарювання

Організацію управління грошовими потоками підприємства із високим рівнем диверсифікації фінансово-господарської діяльності доцільно здійснювати на основі поопераційного менеджменту (АВМ). Так, для потреб управління грошові потоки суб'єкта господарювання поділяють у розрізі центрів формування таких грошових потоків, що дає змогу забезпечити прийняття адекватних управлінських фінансових рішень відповідно до специфіки окремих господарських операцій та особливостей їх виконання. Під центрами формування грошових потоків розуміють, як правило, відособлені та логічно завершені напрями фінансово-господарської діяльності підприємства.

Для потреб управління фінансами підприємства виділяють окремі види його діяльності, які формуються як класифікаційні сукупності господарських операцій з аналогічними функціонально-організаційними характеристиками (рис. 3.4). Порядок віднесення сукупності господарських операцій за видами діяльності має певні структурні відмінності та особливості для підприємств, що належать до різних галузей народного господарства.

Net Cash Flow* (чистий рух грошових коштів) показує забезпеченість підприємства грошовими коштами.

* В економічній літературі можна зустріти таку назву цього показника: Total Cash Flow.

Вихідні дані	Вхідні грошові потоки	Вихідні грошові потоки	Cash Flow	Показники стану руху грошових коштів	
Операційний грошовий потік	+	—	= Operating Cash Flow	Free Cash Flow (Чистий грошовий потік до фінансування)	Net Cash Flow (Чистий рух грошових коштів)
Інвестиційний грошовий потік	+	—	= Investing Cash Flow		
Фінансовий грошовий потік	+	—	= Financing Cash Flow		
Чистий грошовий потік	= Cash InFlows	= Cash OutFlows	= Net Cash Flow		

Рис. 3.4. Грошові потоки суб'єкта господарювання за видами діяльності і джерелами формування

Free Cash Flow (чистий, вільний, незалежний, грошовий потік до фінансування) показує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність і планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел (незалежно від зовнішнього фінансування).

Від'ємне значення FreeCF показує потребу підприємства у зовнішньому фінансуванні, а позитивне — свідчить про наявність надлишку коштів, які можуть бути використані для виплати дивідендів, погашення банківських позичок чи викупу власних корпоративних прав.

Відповідно до Національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку (далі — національні П(С)БО), що враховують світову практику, господарську діяльність підприємств для потреб організації фінансового менеджменту, обліку, а також формування та оприлюднення публічної фінансової звітності, поділяють на три види:

- основна діяльність;
- інвестиційна діяльність;
- фінансова діяльність.

Таке групування господарських операцій за видами діяльності широко використовується на практиці в організації фінансового менеджменту та аналізу його результативності, однак не є єдино можливим. Слід наголосити, що наведене вище структурування діяльності підприємства є обов'язковим для складання публічної фінансової звітності (рис. 3.5).

Грошовий потік від операційної діяльності. Операційна діяльність суб'єкта господарювання відповідно до національних П(С)БО являє собою основну діяльність підприємства, а також будь-які інші види діяльності, які не можуть бути віднесені до інвестиційної або фінансової діяльності.

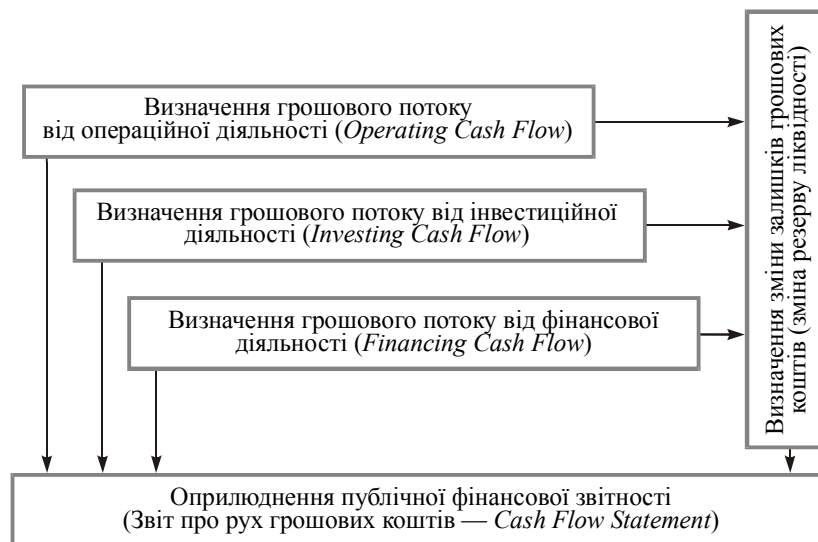


Рис. 3.5. Структура оприлюднення суттєвої фінансової інформації про грошові потоки суб'єкта господарювання

У зв'язку з цим у фінансовій літературі на позначення операційної діяльності досить часто використовується термін «основна діяльність». Попри присутність певної неточності, такий підхід є досить раціональним і з ним можна погодитися. Загалом операційна, або основна, діяльність суб'єкта господарювання являє собою сукупність господарських операцій, реалізація яких безпосередньо пов'язана зі здійсненням тих видів підприємницької діяльності, що передбачені положеннями статутних документів такого підприємства і забезпечують формування основної частини його доходів.

Важливою кількісною характеристикою господарської діяльності суб'єкта господарювання є розрахунок та оцінювання абсолютної величини грошового потоку, який генерується в рамках операційної діяльності, — операційний грошовий потік. Величина операційного грошового потоку є основою для розрахунку як чистого грошового потоку суб'єкта господарювання (рис. 3.6), так і більшості фінансових показників і коефіцієнтів, що використовуються для потреб управління грошовими потоками.

Слід наголосити, що грошовий потік від операційної діяльності суб'єкта господарювання має розглядатися як основне джерело фінансового забезпечення його господарської діяльності у наступні періоди. Тому однією з ключових характеристик ефективно функціонуючого підприємства буде наявність протягом тривалого періоду позитивного операційного грошового потоку із відносно стабільною абсолютною величиною. При цьому високий рівень абсолютної величини операційного грошового потоку має розглядатися як позитивне явище.

Грошовий потік від інвестиційної діяльності. Інвестиційна діяльність суб'єкта господарювання відповідно до національних П(С)БО ідентифікується як сукупність операцій із придбання і продажу довгострокових (необоротних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів.

Код	Показник
3500	Фінансовий результат до оподаткування: прибуток (збиток)
3505	+ Амортизація необоротних активів
3510	+ (-) збільшення (зменшення) забезпечень
3515	+ (-) збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць
3520	+ (-) збиток (прибуток) від інвестиційної та фінансової діяльності)
3550	+ (-) Зменшення (збільшення) оборотних активів
3560	+ (-) Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань
3570	= Грошові кошти від операційної діяльності
3580	Сплачений податок на прибуток
3195	= Чистий рух коштів від операційної діяльності

Рис. 3.6. Алгоритм розрахунку операційного грошового потоку суб'єкта господарювання непрямим методом

Іншими словами, операції в межах інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання ведуть до зміни, як правило, абсолютної величини або ж структури першого розділу активу балансу підприємства — необоротних активів.

Типовими прикладами таких операцій можуть бути:

- 1) придбання і введення в експлуатацію виробничого обладнання;
- 2) придбання нематеріальних активів;
- 3) здійснення дезінвестицій;
- 4) придбання ринкових цінних паперів і, відповідно, отримання пасивного (проценти або дивіденди) чи активного доходу;
- 5) фінансування та отримання доходів від спільної діяльності.

Рух грошових коштів, який має місце під час здійснення сукупності господарських операцій у рамках інвестиційної діяльності, формує грошовий потік від інвестиційної діяльності — інвестиційний грошовий потік.

На відміну від операційного грошового потоку грошовий потік від інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання не розглядається як основне джерело формування його потреби у капіталі, оскільки має переважно обслуговуючий характер стосовно передбаченої статутними документами основної діяльності.

Абсолютна величина інвестиційного грошового потоку здебільшого має від'ємне значення, оскільки доходи від інвестиційної діяльності, як правило, не перекривають потреби підприємства в інвестиційному капіталі, насамперед потреби на фінансування реальних інвестицій.

Величина реальних інвестицій і, відповідно, інвестиційний грошовий потік у сучасній науково-практичній фінансовій літературі розглядається як свідчення проведення довгострокової реструктуризації, що здійснюється підприємством, і може сприйматися як показник ефективності його фінансово-господарської діяльності (за умови, що такі інвестиції цільові та керовані).

Грошовий потік від фінансової діяльності. Фінансову діяльність суб'єктів господарювання у національних П(С)БО визначають як сукупність господарських операцій, які ведуть до зміни величини і/або складу власного і позичкового капіталу. Отже, фінансова діяльність спрямована на кількісну і/або якісну зміну його пасивів з метою покриття потреб підприємства у капіталі.

Типовими прикладами таких господарських операцій суб'єктів господарювання, які належать до фінансової діяльності, можуть бути:

- 1) емісія корпоративних прав (акцій) та обслуговування їх вторинного обігу;
- 2) отримання банківського кредиту і його погашення;
- 3) розміщення корпоративних облігацій та обслуговування їх обігу;
- 4) отримання безповоротної фінансової допомоги;
- 5) лізингове фінансування придбання основних засобів;
- 6) викуп корпоративних прав власної емісії.

Грошовий потік від фінансової діяльності суб'єкта господарювання — фінансовий грошовий потік — має розглядатися як коригуючий механізм формування фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності.

Формування фінансового грошового потоку, як правило, не характеризується стабільністю. Перманентність формування позитивного грошового потоку від фінансової діяльності свідчить про стійку залежність підприємства від зовнішнього фінансування.

У випадку, коли таким зовнішнім джерелом є позичковий капітал, постає питання про фінансову спроможність підприємства забезпечити формування у майбутньому необхідної абсолютної величини операційного грошового потоку для обслуговування зобов'язань — забезпечити джерело обслуговування виплати процентів і погашення основної суми боргу.

Абсолютна величина грошового потоку від фінансової діяльності і його розподіл у часі визначають поточні та майбутні претензії власників і кредиторів підприємства щодо грошових потоків, які генеруються таким суб'єктом господарювання у результаті його фінансово-господарської діяльності.

Чистий грошовий потік (Cash Flow). Ключовим елементом структурування грошових потоків суб'єкта господарювання є розрахунок чистого (сукупного) грошового потоку, що являє собою зміну абсолютної величини грошових коштів за певний період, які перебувають у розпорядженні підприємства. Така зміна грошової позиції суб'єкта господарювання еквівалентна арифметичній сумі грошових потоків від його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, кількісна оцінка абсолютної величини яких і є основою для розрахунку чистого сукупного грошового потоку підприємства.

Для оцінки операційного грошового потоку на практиці використовується один із двох методів — прямий або непрямий. У результаті коригування отриманої абсолютної величини операційного грошового потоку на суму інвестиційного і фінансового грошових потоків отримують чистий грошовий потік підприємства за звітний період.

Прямий метод розрахунку операційного грошового потоку, який передбачає аналіз кожної окремої господарської операції, ідентифікацію грошового потоку, що генерується в межах такої операції, та визначення напрямку руху грошових коштів (вхідний чи вихідний грошові потоки).

Отримані абсолютні величини окремих грошових потоків формують цільовий показник у порядку:

$$\text{Cash Flow} = \sum_{i=1}^n \text{ICF}_i - \sum_{j=1}^m \text{OCF}_j, \quad (3.1)$$

де Cash Flow — грошовий потік, що оцінюється; ICF_i — i -й вхідний грошовий потік; OCF_j — j -й вихідний грошовий потік.

Для відображення інформації про операційні грошові потоки у фінансовій звітності здійснюється зведення окремих грошових потоків у розрізі основних груп, які пояснюють суттєву інформацію про операційну діяльність підприємства.

Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку № 7 (далі — МСБО) рекомендує використовувати прямий метод розрахунку операційного грошового потоку, що дає змогу забезпечити більшу інформаційну прозорість і використовувати елементи такого розрахунку для потреб фінансового моделювання.

Приклад визначення Cash Flow на основі розрахунку операційного грошового потоку прямим методом наведено у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

**ПРИКЛАД РОЗРАХУНКУ ОПЕРАЦІЙНОГО CASH FLOW
НА ОСНОВІ ПРЯМОГО МЕТОДУ**

Рух грошових коштів від операційної діяльності, тис. грн		
Стаття	Код рядка	Сума
Надходження від реалізації продукції	3000	5058
Надходження від операційної оренди	3040	568
Витрачання на оплату: товарів (робіт, послуг)	3100	(2600)
Праці	3105	(1259)
Відрахувань на соціальні заходи	3110	(591)
Зобов'язань з податків і зборів	3115	(471)
Зобов'язань з податку на прибуток	3116	(245)
Витрачання на оплату зобов'язань з податку на додану вартість	3117	(170)
Витрачання на оплату зобов'язань з інших податків і зборів	3118	(56)
Інші витрачання	3190	(55)
Чистий рух коштів від операційної діяльності ¹	3195	650

Непрямий метод розрахунку операційного грошового потоку передбачає проведення коригування абсолютної величини прибутку (збитку) підприємства до оподаткування (ЕВТ, цей показник береться з Ф. № 2, ряд. 2290 — якщо прибуток, або з ряд. 2295 — якщо збиток) на величину впливу негрошових (немонетарних) операцій у рамках операційної діяльності суб'єкта господарювання та операцій, не пов'язаних з операційною діяльністю.

Під час розрахунку операційного грошового потоку підприємства (табл. 3.3) на основі непрямого методу виділяються, як правило, такі напрями трансформації величини ЕВТ (у звіті за Ф. № 3 за НП(С)БО цей показник відображається у ряд. 3500 під назвою «Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування») у величину операційного грошового потоку:

- витрати підприємства, які не пов'язані з використанням грошових коштів, додаються до абсолютної величини прибутку підприємства, що коригується:

¹ В економічній літературі часто замінюється на назви «Операційний грошовий потік», «Рух коштів від операційної діяльності», «(Чистий) Грошовий потік від операційної діяльності», «Operating Cash Flow».

— амортизаційні відрахування (ряд. 3505 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 2, ряд. 2515);

— збільшення забезпечень наступних витрат і платежів (ряд. 3510 звіту, джерело отримання інформації — позитивне відхилення сум рядків з Ф. № 1 (Σ ряд. 1520, 1525, 1660 гр. 4 – Σ ряд. 1520, 1525, 1660 гр. 3 — у частині операційних витрат рах. 47 і 48);

— нараховані (але не сплачені) витрати на проценти у складі фінансових витрат (додатковий ряд. 3540 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 2, ряд. 2250);

— зменшення оборотних активів (ряд. 3550 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 1, негативна різниця між сумою ряд. 1100 – 1135, 1155, 1170, 1190 гр. 4 і сумою цих ряд. за гр. 3);

— збільшення поточних зобов'язань (ряд. 3560 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 1, позитивна різниця між сумою ряд. 1615, 1620, 1625, 1630, 1665, 1690 за гр. 4 і сумою цих рядків за гр. 3);

• грошові видатки, які не належать до витрат суб'єкта господарювання або не враховані у визначенні прибутку підприємства, що коригується, віднімаються:

— зменшення забезпечень наступних витрат і платежів (ряд. 3510 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 1, від'ємна різниця між сумою ряд. 1520, 1525, 1660 гр. 4 і сумою цих рядків за гр. 3 (у частині операційних витрат рах. 47 і 48);

— збитки від нереалізованих курсових різниць, отримані внаслідок перерахунку грошових коштів та їх еквівалентів в іноземній валюті (ряд. 3515 звіту, джерело отримання інформації — вибірка за субрахунками 945, 714);

— збільшення оборотних активів (ряд. 3550 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 1, позитивна різниця між сумою ряд. 1100 – 1135, 1155, 1170, 1190 гр. 4 і сумою цих ряд. за гр. 3);

— зменшення поточних зобов'язань (ряд. 3560 звіту, джерело отримання інформації — Ф. № 1 від'ємна різниця між сумою ряд. 1615, 1620, 1625, 1630, 1665, 1690 за гр. 4 і сумою цих рядків за гр. 3);

— податок на прибуток (ряд. 3580 звіту, відображається використання грошових коштів для сплати податку на прибуток за умови, що вони конкретно не ототожнюються з фінансовою чи інвестиційною діяльністю, джерело — аналітичні дані до бухгалтерських записів ДТ 641 (с/рах. «Розрахунки з податку на прибуток») КТ 30, 31);

— сплачені проценти (фінансові витрати) (додатковий ряд. 3585 звіту, відображаються суми грошових коштів, використаних на сплату процентів за користування позиковим капіталом, використаним в операційній діяльності, крім сум сплачених) процентів, які капіталізуються¹;

¹ Немає одностайної думки щодо класифікації сплачених отриманих відсотків та дивідендів. Міжнародні стандарти сплачені відсотки й отримані відсотки та дивіденди, як правило, класифікують для фінансової установи як грошові потоки від операційної діяльності. Сплачені відсотки й отримані відсотки та дивіденди для інших суб'єктів господарювання можна класифікувати як грошові потоки від операційної діяльності, оскільки вони входять до визначення прибутку або збитку. Допустимою також є класифікація сплачених відсотків та отриманих відсотків і дивідендів, відповідно, як грошових потоків від фінансової та інвестиційної діяльності, тому що вони є витратами на одержання фінансових ресурсів або доходами від інвестиції.

- абсолютна величина прибутків підприємства, що не належить до грошових надходжень, віднімається:
 - прибутки від нереалізованих курсових різниць, отримані внаслідок перерахунку грошових коштів та їх еквівалентів в іноземній валюті (ряд. 3515 звіту, джерело отримання інформації — вибірка за субрахунками 945, 714);
 - частина прибутку підприємства, що не є складовою операційної діяльності суб'єкта господарювання, віднімається (додається):
 - «+» збитки і «-» прибутки від інвестиційної та фінансової діяльності (ряд. 3520 звіту «Збиток (прибуток) від неопераційної діяльності та інших негрошових операцій», де у графі «Надходження» відображається збиток, у графі «Видаток» — прибуток від володіння фінансовими інвестиціями (дивіденди, проценти тощо) та їх реалізації, а також від продажу інвестиційної нерухомості, необоротних активів, утримуваних для продажу, і групи вибуття, інших довгострокових активів, від обміну оборотних активів на необоротні активи і фінансові інвестиції, від неопераційних курсових різниць, інші прибутки і збитки від інвестиційної та фінансової діяльності (без урахування витрат на сплату процентів, якщо вони розкриваються у звіті в окремій статті (табл. 3.3)).
- Джерело — Ф. № 2 ряд. (2200 + 2220 + 2240) – (2250 + 2255 + 2270) гр. 3)).

Таблиця 3.3

**ПРИКЛАД РОЗРАХУНКУ ОПЕРАЦІЙНОГО CASH FLOW
НА ОСНОВІ НЕПРЯМОГО МЕТОДУ**

Рух грошових коштів від операційної діяльності		
Стаття	Код рядка	Сума
Прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування	3500	850
Коригування на:		
амортизацію необоротних активів	3505	1350
збільшення (зменшення) забезпечень	3510	(100)
збиток (прибуток) від нереалізованих курсових різниць	3515	(50)
збиток (прибуток) від неопераційної діяльності та інших негрошових операцій	3520	(300)
Фінансові витрати	3540	65
Зменшення (збільшення) оборотних активів	3550	(510)
Збільшення (зменшення) поточних зобов'язань	3560	(355)
Грошові кошти від операційної діяльності	3570	950
Сплачений податок на прибуток	3580	(245)
Сплачені відсотки	3585	(55)
Чистий рух коштів від операційної діяльності	3195	650

Для розрахунку чистого грошового потоку (табл. 3.4) здійснюється коригування операційного грошового потоку підприємства, розрахованого за прямим або непрямим методом (див. табл. 3.2 і 3.3), на величину грошових потоків суб'єкта господарювання від інвестиційної та фінансової діяльності.

Таблиця 3.4

**ПРИКЛАД РОЗРАХУНКУ ЧИСТОГО ГРОШОВОГО
ПОТОКУ ПІДПРИЄМСТВА**

Чистий рух грошових коштів		
Стаття	Код рядка	Сума
Чистий рух коштів від операційної діяльності¹	3195	650
Надходження від реалізації:		
фінансових інвестицій	3200	55
необоротних активів	3205	475
Надходження від отриманих:		
процентів	3215	—
дивідендів	3220	135
Інші надходження	3250	—
Витрачання на придбання:		
фінансових інвестицій	3255	(-)
необоротних активів	3260	(1705)
Виплати за деривативами	3270	(-)
Інші платежі	3290	(25)
Чистий рух коштів від інвестиційної діяльності²	3295	(1065)
Надходження від:		
власного капіталу	3300	1000
отримання позик	3350	645
Інші надходження	3340	—
Витрачання на:		
погашення позик	3350	(915)
сплату дивідендів	3355	(90)
Інші платежі	3390	(-)
Чистий рух коштів від фінансової діяльності³	3395	640
Чистий рух грошових коштів за звітний період	3400	225

¹ Див.: табл. 3.3 (рядок 3195).

² В економічній літературі часто має назви «Інвестиційний грошовий потік», «Рух коштів від інвестиційної діяльності», «(Чистий) Грошовий потік від інвестиційної діяльності», «Investing Cash Flow».

³ В економічній літературі може мати назви «Фінансовий грошовий потік», «Рух коштів від фінансової діяльності», «(Чистий) Грошовий потік від фінансової діяльності», «Financing Cash Flow».

3.2. ІНСТРУМЕНТАРІЙ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Модель управління грошовими потоками суб'єкта господарювання є індивідуальною для кожного підприємства, оскільки має враховувати особливості його фінансово-господарської діяльності та специфічні умови зовнішнього і внутрішнього середовищ її реалізації. Однак така індивідуальність досягається завдяки використанню сукупності загальних підходів, прийомів і методів — інструментарію управління грошовими потоками, який і є предметом подальшого розгляду.

Фінансова спроможність підприємства забезпечити дотримання своєчасності виконання власних поточних зобов'язань шляхом формування на основі грошових потоків необхідного фонду коштів у встановлений момент часу та із заданою абсолютною величиною визначається рівнем фінансового забезпечення (покриття) потреби підприємства у капіталі.

Результатом такої спроможності підприємства та її кількісним вираженням є рівень його ліквідності (можливість швидкого формування фонду грошових коштів без значних фінансових втрат) і платоспроможності (можливість своєчасного та повного погашення зобов'язань). Із сказаного можна зробити висновок, що підтримання належного рівня платоспроможності та ліквідності суб'єкта господарювання досягається за допомогою відповідної організації руху грошових потоків у часі та просторі — через управління грошовими потоками такого суб'єкта господарювання.

Наведені вище детермінанти грошових потоків дають змогу визначити базові положення щодо організації управління грошовими потоками.

По-перше, грошові потоки не можуть виникати за пасивної економічної поведінки підприємства. Отже, необхідно вживати певні заходи на формування грошових потоків і для впливу на їх параметри — управляти грошовими потоками.

По-друге, грошові потоки є невід'ємною складовою фінансового та операційного циклів, що вимагає узгодження фінансових рішень у сфері управління грошовими потоками з іншими напрямками управління фінансами суб'єкта господарювання.

По-третє, управління грошовими потоками потребує відповідного інформаційного наповнення системи прийняття управлінських фінансових рішень.

По-четверте, управління грошовими потоками передбачає однозначність трактування прийнятих фінансових рішень, чіткість їх доведення до виконавців і забезпечення адекватного зворотного зв'язку — моніторингу, перегляду і коригування фінансових рішень.

Сукупність методів і форм, що використовуються суб'єктом господарювання для організації руху грошових коштів у часі та просторі відповідно до встановлених критеріїв і цілей будемо називати *моделлю управління грошовими потоками підприємства*.

Така модель формується підприємством самостійно виходячи зі специфіки його фінансово-господарської діяльності та окремих положень фінансової стратегії. Однак організація моделі управління грошовими потоками здійснюється з дотриманням певної сукупності загальних принципів, основними з яких є такі:

- інформаційна достовірність, яка передбачає своєчасне і повне надання фінансової інформації про операційну, інвестиційну і фінансову діяльність під-

приємства, структурованої відповідно до потреб моделі або розгляду окремого управлінського фінансового рішення;

- збалансованість — обґрунтоване використання для потреб управління грошовими потоками критеріїв і методів групування, зведення та узагальнення грошових потоків суб'єкта господарювання;
- ефективність — визначення оптимального рівня розподілу грошових коштів у просторі та часі з метою мінімізації витрат на досягнення потрібного ефекту (наприклад, підтримання певного рівня ліквідності);
- принципи, які визначаються специфікою моделі управління грошовими потоками конкретного підприємства.

3.2.1. Політика управління грошовими потоками

Грошові потоки підприємства є одним із об'єктів фінансового менеджменту, у рамках якого забезпечується адекватність моделі управління фінансами підприємства потребам мінливого ринкового середовища, та ефективність досягнення корпоративних цілей, а саме — підтримка конкурентоспроможності у коротко- і довгостроковому періодах та максимізація добробуту власників.

Така адекватність та ефективність передбачає необхідність організації управління грошовими потоками до потреб фінансового менеджменту, що визначаються корпоративною і фінансовою стратегіями, — *обґрунтування і реалізація політики управління грошовими потоками* (рис. 3.7).



Рис. 3.7. Обґрунтування та реалізація політики управління грошовими потоками

Політику управління грошовими потоками необхідно розглядати як комплексне поняття, у структурі якого можна виділити такі складові елементи (детермінанти політики):

- цілі та завдання управління грошовими потоками;
- основні напрями управління грошовими потоками;
- критерії прийняття управлінських фінансових рішень;
- методи кількісної оцінки грошових потоків;
- форми управління грошовими потоками.

Розглянемо детермінанти політики управління грошовими потоками детальніше.

Відповідно до принципів організації моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання остання включає такі основні функціональні елементи:

- формування і прискорення надходження вхідних грошових потоків суб'єкта господарювання;
- концентрація надходження грошових коштів;
- контроль за формуванням вихідних грошових потоків суб'єкта господарювання у часі;
- прогнозування і планування резерву ліквідності;
- формування системи моніторингу, управління і контролю за резервами ліквідності підприємства;
- оптимізація використання тимчасового надлишку грошових коштів у розпорядженні підприємства.

Управління грошовими потоками, як і будь-яка свідомо керована діяльність, реалізується за встановленими менеджментом цілями і завданнями, адекватна ідентифікація та обґрунтування яких є вихідним етапом формування моделі управління грошовими потоками. Так, сукупність цілей, які ставляться перед моделлю управління грошовими потоками, включає як загальні цілі управління фінансами суб'єкта господарювання, так і специфічні:

- 1) повнота і своєчасність покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- 2) підтримання прийнятого рівня платоспроможності та ліквідності, а також попередження формування чи розвитку фінансової кризи;
- 3) збільшення вхідних грошових потоків як основного джерела фінансування підприємства та їх оптимізації у розрізі видів;
- 4) скорочення циклу обороту грошових коштів;
- 5) підтримання адекватного балансу між формуванням резерву ліквідності та втраченими альтернативними можливостями;
- 6) забезпечення ефективності використання грошових коштів підприємства через оптимальний їх розподіл у часі та просторі;
- 7) скорочення накладних витрат підприємства, пов'язаних із генеруванням його грошових потоків, насамперед із надходженням вхідних грошових потоків.

Визначена сукупність цілей управління грошовими потоками конкретизується відповідно до індивідуальних потреб підприємства в конкретний момент часу шляхом установаження проміжних (поточних) завдань управління грошовими потоками.

Обґрунтування цілей і встановлення поточних завдань управління грошовими потоками має здійснюватися із дотриманням таких правил.

1. Системність формування цільових фінансових показників і коефіцієнтів управління рухом грошових коштів відповідно до сукупності цілей і завдань моделі управління грошовими потоками підприємства.

2. Повнота і достовірність формування вхідної первинної інформації про управління грошовими потоками за напрямками такого управління: у розрізі вхідних і вихідних грошових потоків, грошових потоків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

3. Забезпечення зіставності та інформативності фінансових показників і коефіцієнтів для їх адекватної статистичної та математичної обробки для обґрунтування і прийняття управлінських фінансових рішень фінансовим менеджером підприємства.

4. Обґрунтування використання методів обробки з метою адекватної консолідації вхідних первинних інформаційних ресурсів і подальшої ідентифікації на їх основі цільових параметрів моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

5. Формування якісних і кількісних параметрів грошових потоків на основі визначення сукупності цільових фінансових показників як результируючих відносно усталеної сукупності відособлених фінансових показників, що характеризують окремі сторони руху грошових коштів підприємства.

6. Забезпечення можливості адекватного контролінгу системи цільових параметрів руху грошових коштів підприємства на забезпечення виконання управлінських фінансових рішень (моніторинг виконання плану, виявлення відхилень і проведення коригування параметрів грошових потоків).

7. Забезпечення прийнятності цільових параметрів грошових потоків для їх використання в управлінні грошовими потоками підприємства у наступних періодах.

Визначення цілей і конкретизація сукупності поточних завдань управління грошовими потоками здійснюється за напрямками реалізації такого управління, які виділяються відповідно до видів грошових потоків (див. структурування грошових потоків).

Як напрям управління грошовими потоками має формуватися цілісна, логічно завершена сукупність господарських операцій підприємства, спрямована на виконання певних функцій фінансового менеджменту. Базовими напрямками управління грошовими потоками є:

- операційний грошовий потік;
- інвестиційний грошовий потік;
- фінансовий потік.

У рамках зазначених напрямів управління грошовими потоками відбувається концентрація уваги на вхідних і вихідних грошових потоках. Функціонально-організаційні особливості управління грошовими потоками у розрізі основних напрямів будуть розглянуті нижче.

Управління грошовими потоками відповідно до визначених напрямів проводиться фінансовим менеджером з урахуванням сукупності критеріїв, дотримання яких має на меті забезпечення адекватності та ефективності управління.

Грошові потоки нерозривно пов'язані з питаннями фінансування і фінансового забезпечення потреби у капіталі, що дає змогу використовувати під час прийняття управлінських рішень *загальні критерії*, які впливають на обґрунту-

вання таких рішень про фінансування: прибуток (рентабельність); ліквідність; структура капіталу; мінімізація оподаткування; об'єктивні (ринкові) і нормативно-правові (законодавчі) обмеження.

Крім того, управління грошовими потоками у розрізі вхідних і вихідних потоків має здійснюватися з урахуванням вимог до забезпечення фінансової рівноваги, які формалізовані у вигляді правил фінансування¹.

Однак функціонально-організаційні особливості управління грошовими потоками вимагають застосування специфічних критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень, які можна формалізувати так:

- абсолютна величина грошового потоку, розподіл грошового потоку у часі і його приведена вартість;
- накладні витрати, пов'язані з генеруванням грошового потоку;
- вплив грошового потоку на абсолютну величину потреби підприємства у капіталі;
- вплив грошового потоку на рівень платоспроможності підприємства (планування ліквідності);
- строк мобілізації (імобілізації) грошових коштів підприємства;
- пріоритет вхідних грошових потоків від операційної діяльності порівняно з іншими видами вхідних грошових потоків.

3.2.2. Оцінка грошових потоків

Важливим елементом політики управління грошовими потоками є їхня кількісна оцінка як базис інформаційного забезпечення моделі управління грошовими потоками.

Кількісна оцінка здійснюється на основі структурування сукупності грошових потоків і передбачає реалізацію таких цілей:

- аналіз особливостей формування грошових потоків на підприємстві;
- обґрунтування управлінських фінансових рішень;
- моніторинг виконання таких рішень, виявленню та аналізу відхилень;
- коригування рішень;
- оцінка ефективності управління грошовими потоками.

Для цього використовуються методи оцінки абсолютних і відносних характеристик грошових потоків.

Оцінка грошових потоків підприємства в абсолютних величинах виконується їх групуванням відповідно до структурних характеристик і встановленням арифметичної суми абсолютних величин такої сукупності грошових потоків. На окремих показниках, що визначають абсолютні характеристики грошових потоків підприємства, базується його публічна фінансова звітність — чистий грошовий потік, операційний грошовий потік, інвестиційний грошовий потік і фінансовий грошовий потік. Однак у теоретичних працях і в практиці фінансового менеджменту для детального аналізу фінансової інформації про грошові потоки підприємства використовуються додаткові показники абсолютної величини грошових потоків.

¹ Автори не зупиняються на аналізі саме загальних критеріїв прийняття фінансових рішень і правил фінансування, оскільки це достатньо повно викладено у вітчизняній фінансовій літературі (див.: Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: підручник / О. О. Терещенко. — К.: КНЕУ, 2003).

Розглянемо показники абсолютної величини грошових потоків детальніше.

Завданням фінансового менеджера є забезпечення стабільності формування позитивної величини Free Cash Flow (далі — FCF). Зважаючи, що величина FCF включає інвестиційний грошовий потік, допускається тимчасове відхилення від визначеного завдання, яке пов'язане із необхідністю фінансування капітальних вкладень (технічної реструктуризації). У такому випадку прийняття фінансових рішень та їх аналіз має узгоджуватися з інвестиційною стратегією підприємства та враховувати керованість і цільовий характер вихідних грошових потоків у межах інвестиційної діяльності.

FCF є джерелом не тільки самофінансування господарської діяльності підприємства, а й фінансового забезпечення обслуговування зовнішніх джерел фінансування. Потреба підприємства у капіталі для обслуговування залученого капіталу відповідає корпоративному Cash Flow і включає як процентні платежі за позиками, так і виплату грошових дивідендів.

Слід зазначити, що приведення корпоративного Cash Flow до нуля виглядає проблематичним у зв'язку з об'єктивною необхідністю використання позикового капіталу і, відповідно, сплати процентів за користування ним.

Отже, завдання фінансового менеджменту — мінімізація величини корпоративного Cash Flow шляхом пошуку компромісу в конфлікті інтересів підприємства як позичальника капіталу та власників і кредиторів як капіталодавців.

Важливим індикатором в управлінні грошовими потоками підприємства є нетто грошовий потік як абсолютна величина грошових коштів, акумульованих підприємством за певний період, що доступна власникам такого підприємства. Нетто грошовий потік включає як величину грошових потоків, реінвестованих у фінансово-господарську діяльність підприємства, так і безпосередньо грошовий потік на користь власників (виплата дивідендів). Нетто грошовий потік є інструментом реалізації в рамках фінансового менеджменту концепції максимізації достатку акціонерів (shareholder maximization). Пропорції розподілу нетто грошового потоку підприємства на реінвестовану і розподілену частини визначаються дивідендною політикою такого підприємства.

3.3. МОДЕЛЮВАННЯ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Управління грошовими потоками суб'єкта господарювання передбачає здійснення послідовного і цілеспрямованого впливу на формування грошових потоків із метою досягнення визначених цілей. При цьому управління грошовими потоками являє собою цілісну систему — модель управління грошовими потоками, організація якої на підприємстві включає вирішення таких питань:

- структурування моделі управління грошовими потоками на основі локалізації основних завдань і цілей такого управління;
- визначення основних принципів управління грошовими потоками від операційної діяльності;
- визначення основних принципів управління грошовими потоками від інвестиційної діяльності;

- визначення основних принципів управління грошовими потоками від фінансової діяльності;
- формування бюджету руху грошових коштів та планування резерву ліквідності.

Розглянемо їх детальніше.

3.3.1. Структура моделі управління грошовими потоками

Управління грошовими потоками треба розглядати як послідовний процес постановки завдань та їх виконання, який включає реалізацію таких функціональних етапів (рис. 3.8):

— планування і прогнозування грошових потоків і складання відповідних внутрішніх фінансових документів (бюджет грошових потоків, а також плановий звіт про рух грошових коштів, платіжний календар та ін.);

— імплементація бюджету грошових потоків як невід'ємної складової системи бюджетів на підприємстві;

— фінансовий контролінг виконання бюджету грошових потоків і планових показників Звіту про рух грошових коштів;

— здійснення коригування планових величин відповідно до зміни зовнішніх і внутрішніх умов реалізації плану.

На кожному із визначених етапів використовуються специфічні методи управління, які відповідають потребам відповідного етапу.



Рис. 3.8. Основні етапи реалізації управління грошовими потоками підприємства

Планування і прогнозування грошових потоків — складовий елемент внутрішньофірмового фінансового прогнозування і планування на підприємстві, шляхом впровадження якого досягається узгодженість величини очікуваних грошових потоків із потребами фінансового забезпечення окремих господарських операцій суб'єкта господарювання у рамках операційної, інвестиційної та фінансової його діяльності.

Зведення фінансової інформації щодо цільових (планових) фінансових показників і коефіцієнтів управління грошовими потоками, узагальнення прогнозних і планових величин руху грошових коштів у плановому періоді, їх зіставлення з іншими плановими фінансовими показниками господарської діяльності здійснюється в рамках операційного фінансового планування — **бюджетування грошових потоків**.

Організація бюджетування грошових потоків є органічною складовою та основним етапом управління грошовими потоками і спрямована на вирішення таких завдань:

- визначення у розрізі простору і часу потреби підприємства у капіталі для фінансування господарських операцій у рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності у плановому періоді — *прогнозного значення абсолютної величини сукупного вихідного грошового потоку і його часткових складових*;

- визначення у розрізі простору і часу джерел покриття потреби підприємства у капіталі та їх обсягів — *прогнозного значення абсолютної величини сукупного і часткових вхідних грошових потоків*.

Серед інших інструментів планування і прогнозування грошових потоків можна виділити такі:

- планування ліквідності підприємства, зокрема, визначення початкового і кінцевого резервів ліквідності і джерел забезпечення;

- складання платіжного календаря, у тому числі календаря податкових платежів;

- калькулювання потреби підприємства в капіталі, її порівняння та узгодження із плановими показниками руху грошових коштів від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;

- формування прогнозного Звіту про рух грошових коштів підприємства (при цьому, нагадаємо, доцільніше використовувати прямий метод розрахунку грошового потоку, який є інформативнішим і зручнішим у використанні для потреб фінансового менеджменту).

Імплементация результатів фінансового планування та прогнозування передбачає здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства відповідно до запланованих параметрів і може включати такі операції, зокрема:

- встановлення масштабу цін на продукцію, товари, послуги підприємства (формування прейскуранта на плановий період);

- визначення політики грошових розрахунків підприємства із покупцями і постачальниками;

- залучення необхідного додаткового капіталу у розпорядження підприємства у рамках фінансової діяльності: отримання коротко- і довгострокових банківських кредитів, комерційних кредитів; випуск і розміщення цінних паперів;

- реалізація інших заходів, спрямованих на мобілізацію фінансових ресурсів із внутрішніх і зовнішніх джерел (дезінвестиції, стягнення дебіторської заборгованості, рефінансування боргових вимог до третіх осіб);

- інші господарські операції, спрямовані на виконання фінансового плану взагалі та окремих його положень.

Імплементация як етап управління грошовими потоками підприємства нерозривно пов'язана з організацією *фінансового контролінгу і коригування прогнозних і планових показників*.

Одним із завдань фінансового контролінгу є *моніторинг виконання планових параметрів фінансово-господарської діяльності підприємства* та дотримання цільових значень, що реалізується для досягнення цілей і виконання таких завдань:

- своєчасне виявлення відхилень величини та строків формування вхідних та вихідних грошових потоків від індикаторних величин;
- локалізація виявлених відхилень і проведення аналізу причин їх формування;
- своєчасне інформування фінансового менеджера про виявлене відхилення;
- обґрунтування і подання варіантів урахування відхилень під час прийняття подальших управлінських рішень щодо управління грошовими потоками підприємства.

Результати контролінгу є інформаційно-методологічною основою проведення коригування (управління за відхиленнями) прогнозних показників і планових величин як завершального етапу управління грошовими потоками.

Коригування окремих показників фінансових прогнозів і системи бюджетів підприємства відповідно до зміни зовнішніх і внутрішніх факторів. Зокрема, коригування може передбачати як зміну величини (збільшення — зменшення) прогнозного чи планового показника, так і здійснення додаткових заходів (господарських операцій) з метою досягнення цільового значення фінансового показника.

Коригування може проводитись у таких формах:

- перегляд цільових (прогнозних і планових) показників формування грошових потоків підприємства;
- відстрочення формування вихідних грошових потоків (наприклад, пролонгація заборгованості, реструктуризація боргів);
- інкасація відстрочених вхідних грошових потоків (наприклад, рефінансування боргових вимог до третіх осіб).

Слід визнати, що особливості реалізації наведеної послідовності управління грошовими потоками підприємства будуть залежати від локалізації сукупності грошових потоків за видами діяльності такого суб'єкта господарювання — операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Такі особливості є предметом подальшого розгляду.

3.3.2. Управління операційним грошовим потоком

Управління грошовим потоком від операційної діяльності характеризується певними особливостями, серед яких можна виокремити такі:

- операційний грошовий потік формується у результаті взаємодії великої кількості вхідних і вихідних грошових потоків, що визначає складну структуру інформаційно-методологічної підтримки управлінських фінансових рішень;
- операційний грошовий потік є основним джерелом покриття потреби підприємства у капіталі;

— управління операційними грошовими потоками характеризується необхідністю глибокої деталізації інформаційної бази управлінського фінансового обліку (наприклад, на основі ABC/M) та орієнтацією переважно на короткострокову перспективу.

Управління операційними грошовими потоками базується на використанні касових розривів, що формуються внаслідок розбіжності у строках генерування вихідних грошових потоків (наприклад, закупівля сировини, оплата праці виробничого та адміністративного персоналу) і вхідних грошових потоків (насамперед виручка від реалізації товарів, виконання робіт і надання послуг). Касовий розрив формується у безпосередній залежності від фінансового та операційного циклів підприємства, основні елементи якого відображено на рис. 3.9.

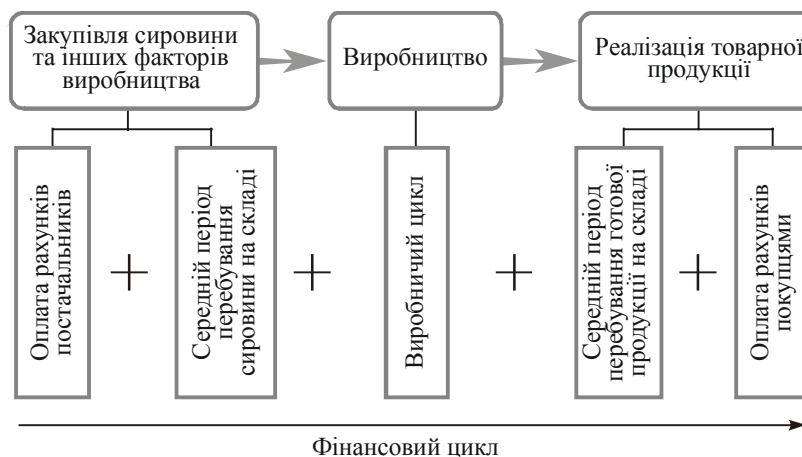


Рис. 3.9. Критичні фактори формування фінансового циклу

У спрощеному вигляді формування касового розриву в результаті основної діяльності підприємства наведені на рис. 3.10.



Рис. 3.10. Визначення касового розриву

Управління операційними грошовими потоками підприємства на основі касового розриву передбачає здійснення сукупності заходів з контролю за кожним зі складових такого розриву. Такий контроль має на меті забезпечити своєчасність і повноту формування окремих (як вхідних, так і вихідних) грошових потоків від операційної діяльності підприємства з метою формування позитивних передумов стабільності основної діяльності підприємства, а також прийняттого рівня ліквідності активів такого підприємства і його платоспроможності. Зага-

лом управління операційними грошовими потоками підприємства має здійснюватися із дотриманням певних принципів і виконання таких критеріїв.

По-перше, скорочення тривалості касового розриву шляхом:

- прискорення оборотності робочого капіталу, а також окремих його складових — виробничих запасів, незавершеного виробництва і готової продукції; при цьому передбачається забезпечення виваженого компромісу між потребами у скороченні абсолютної величини оборотного капіталу і необхідністю стабільного забезпечення виробничого процесу з метою зростання обсягів виробництва і паралельне стимулювання збуту готової товарної продукції;

- прискорення інкасації дебіторської заборгованості, а також використання послуг фінансово-кредитних установ з рефінансування боргових вимог підприємства до третіх осіб (покупців), зокрема — облік векселів, факторинг і форфейтинг;

- оптимізації відповідно до встановлених критеріїв умов поставки сировини на підприємство — узгодження строків оплати рахунків постачальників з іншими параметрами господарських договорів із постачальниками, такими як строки поставки, ціна, знижки та ін.

По-друге, забезпечення стабільності формування резерву ліквідності підприємства (залишку грошових коштів на рахунках і в касі підприємства) із відповідним його коригуванням у кожному плановому періоді, прив'язуючи таке коригування до зміни, наприклад, валюти балансу підприємства або абсолютної величини його доходів (чистих доходів) від реалізації товарної продукції.

По-третє, забезпечення відповідності абсолютної величини резерву ліквідності підприємства потребам фінансового забезпечення касового розриву.

По-четверте, здійснення мобілізації фінансових ресурсів (формування вхідного грошового потоку від фінансової діяльності) у разі тимчасової неспроможності підприємства покрити вихідні операційні грошові потоки в межах касового розриву за рахунок резерву ліквідності (покриття дефіциту ліквідності) на строк, що не менший від величини касового розриву. Це має на меті забезпечити підтримання платоспроможності підприємства на прийнятному рівні шляхом генерування вхідних грошових потоків у рамках фінансового циклу, за рахунок яких і буде здійснено погашення основної суми заборгованості, що була створена при мобілізації капіталу.

3.3.3. Управління інвестиційним і фінансовим грошовими потоками

Вивчення управління інвестиційними грошовими потоками (як вхідними, так і вихідними) свідчить про необхідність урахування особливостей інвестиційної діяльності підприємства і грошових потоків, що генеруються при цьому (див. розд. 3.1). Серед них можна відмітити такі:

- взаємозалежність з операційними і фінансовими грошовими потоками — розгляд і проектування будь-якого інвестиційного проекту (і, відповідно, оцінка грошових потоків від реалізації проекту) неможливі без з'ясування його впливу на операційну діяльність (формування доходів від реалізації, зміни величини змінних і постійних витрат, включаючи амортизацію, що визначаються в оцінці вхідних і вихідних грошових потоків) і джерел залучення капіталу (фінансової діяльності);

- довгостроковий характер прийняття управлінських фінансових рішень у рамках інвестиційної діяльності — строк вкладання грошових коштів у необоротні активи в будь-якому разі більший за тривалість одного фінансового циклу;

- значний рівень невизначеності щодо очікуваних грошових потоків від реалізації інвестиційного проекту, що потребує врахування сукупності ризиків, зокрема, шляхом проведення дисконтування майбутніх (очікуваних) грошових потоків¹;

- реалізація інвестиційного проекту й управління його грошовими потоками передбачає переважно трансформацію у довгостроковій перспективі інвестиційних вихідних грошових потоків в очікуваний операційний грошовий потік суб'єкта господарювання (за винятком дезінвестицій і портфельного фінансового інвестування), при цьому покриття вихідних грошових потоків здійснюється за рахунок вхідних грошових потоків від операційної та фінансової діяльності;

- управління грошовими потоками за окремими напрямками інвестиційної діяльності потребує використання різних підходів до оцінки грошових потоків та їх планування, що визначається їх суттєвими відмінностями (наприклад, оцінка окупності реальних і портфельних інвестицій, оцінка вартості вкладень в асоційовані, дочірні підприємства і непряме портфельне інвестування).

При цьому треба врахувати особливості, пов'язані з фінансовим забезпеченням потреби підприємства у капіталі для фінансування вихідних грошових потоків у плановому періоді:

— фінансування вихідних інвестиційних потоків має здійснюватися за рахунок таких джерел (у порядку зменшення їх привабливості):

а) операційний грошовий потік і формування в результаті цього Free Cash Flow;

б) мобілізація капіталу в рамках фінансової діяльності або вхідні грошові потоки від фінансової діяльності;

в) дезінвестиції з метою проведення реалокації необоротних активів шляхом ліквідації одних необоротних активів (вхідний інвестиційний грошовий потік — реалізація цінних паперів із інвестиційного портфеля, продаж окремих об'єктів основних засобів) і придбання інших (наприклад, технічне переозброєння, перегляд інвестиційного портфеля);

— фінансування інвестиційної діяльності за рахунок мобілізації додаткових фінансових ресурсів має здійснюватися шляхом залучення довгострокового капіталу (наприклад, розміщення корпоративних облігацій, фінансування основних засобів за фінансовим лізингом) або збільшення абсолютної величини власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел (наприклад, розміщення додаткової емісії корпоративних прав, отримання безповоротної фінансової допомоги);

— дезінвестиції мають здійснюватися насамперед з метою оптимізації структури розміщення та абсолютної величини необоротних активів (інвестицій)² і розглядатися як джерело покриття вихідних інвестиційних грошових потоків у разі відсутності можливості підприємства покрити такі грошові потоки за рахунок внутрішніх операційних чи зовнішніх фінансових джерел.

¹ Детальніше див. розд. 4 цього підручника.

² Детальніше теоретико-методологічні і практичні аспекти управління інвестиціями підприємства розглядаються у розд. 8 цього підручника.

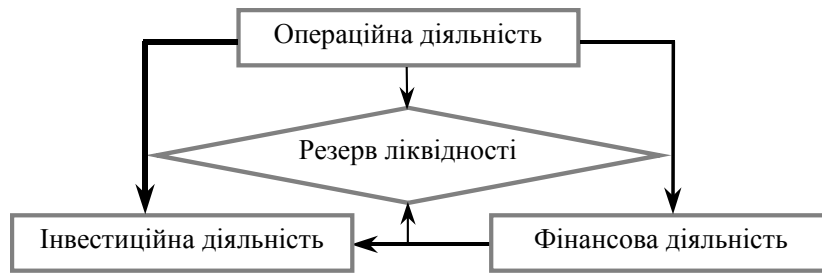


Рис. 3.11. Формування вхідних і покриття вихідних фінансових грошових потоків:

Абсолютна величина грошового потоку, що генерується в рамках окремого виду діяльності підприємства, відповідає на рисунку товщині відповідної стрілки, яка відображає грошовий потік.

На відміну від інвестиційних грошових потоків, управління фінансовими грошовими потоками пов'язано з такими особливостями, що проявляються у співвідношенні завдань фінансової діяльності з потребами операційної та інвестиційної (рис. 3.11):

- вхідні фінансові потоки підприємства є коригуючим механізмом для балансування величини Free Cash Flow;

- прийняття управлінських фінансових рішень, унаслідок виконання яких формується склад і структура вхідних грошових потоків підприємства від фінансової діяльності, залежить переважно від таких факторів:

- 1) політики підприємства щодо структури капіталу (при виборі між фінансуванням за рахунок власного чи позичкового капіталу);

- 2) специфіки джерела формування дефіциту грошових коштів: мобілізація короткострокового позичкового капіталу для покриття вихідних грошових потоків від операційної діяльності та мобілізація довгострокового позичкового або власного капіталу для покриття вихідних грошових потоків по інвестиційній діяльності;

- 3) тимчасове підтримання резерву ліквідності підприємства за рахунок короткострокових зобов'язань (вхідних фінансових грошових потоків);

- абсолютна величина вихідних грошових потоків визначається рівнем вхідних грошових потоків за минулі періоди (погашення основної суми боргу) та, частково, дивідендною політикою підприємства (у межах виплати грошових дивідендів, викупу акцій власної емісії, дроблення корпоративних прав — див. детальніше розд. 5);

- покриття вихідних грошових потоків підприємства має здійснюватися в основному за рахунок операційного грошового потоку і лише в окремих випадках — за рахунок фінансової діяльності підприємства (наприклад, пролонгація заборгованості, реструктуризація заборгованості або погашення заборгованості за рахунок формування нової).

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 3

Результативність діяльності суб'єкта підприємництва знаходить відображення в різних показниках, основні з яких — показники прибутковості. Але «прибуткова компанія» не завжди відповідає «ком-

панія, яка здатна розплатитися зі своїми кредиторами та інвесторами». Парадокс — прибуткова компанія раптом балансує на межі банкрутства, у неї елементарно не вистачає «живих» грошей, щоб розплатитися з постачальниками, працівниками і бюджетом, ні про які дивіденди і мова вже не йдеться. Криза ліквідності швидко знищує бізнес. Успіх суб'єкта підприємництва завжди визначається можливістю своєчасно і в повній мірі перетворювати хороші показники звітності на реальні гроші для інвесторів і кредиторів, і робити це стабільно.

У сучасній теорії корпоративних фінансів і у повсякденній роботі фінансових менеджерів питанням управління грошовими потоками приділяється значна увага, оскільки останні є матеріальною основою фінансового менеджменту. Платоспроможність і ліквідність суб'єкта підприємництва безпосередньо залежать від його спроможності своєчасно та в необхідному розмірі генерувати грошові потоки. Ця залежність потребує реалізації цілісної системи прогнозування, планування і контролю за грошовими потоками, що формуються у результаті фінансово-господарської діяльності, тобто управління грошовими потоками.

Ефективність такого управління визначається рівнем кваліфікації фінансового менеджера. Модель управління грошовими потоками суб'єкта підприємництва формується самостійно виходячи зі специфіки його фінансово-господарської діяльності та окремих положень фінансової стратегії.

Однак організація моделі управління грошовими потоками здійснюється із дотриманням певної сукупності загальних принципів, таких як інформаційна достовірність, збалансованість, ефективність. Для потреб управління грошові потоки суб'єкта підприємництва аналізують у розрізі центрів формування таких грошових потоків, що дає змогу забезпечити прийняття адекватних управлінських фінансових рішень відповідно до специфіки окремих господарських операцій та особливостей їх виконання.

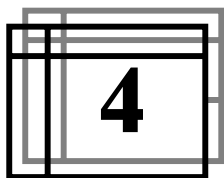
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. *Визначення поняття «грошовий потік».*
2. *Основні критерії класифікації грошових потоків підприємства.*
3. *Характеристика ролі кожного виду діяльності підприємства у формуванні його сукупного грошового потоку.*
4. *Характеристика основних методів розрахунку операційного грошового потоку.*
5. *Поняття монетарних і немонетарних операцій із позицій формування операційного грошового потоку.*
6. *Характеристика і порядок розрахунку інвестиційного грошового потоку.*
7. *Характеристика і порядок розрахунку фінансового грошового потоку.*
8. *Поняття і характеристики фінансового циклу.*
9. *Обґрунтування ролі касового розриву в управлінні операційними грошовими потоками.*

10. *Визначення основних складових політики управління грошовими потоками.*
11. *Основні цілі управління грошовими потоками.*
12. *Обґрунтування необхідності планування ліквідності підприємства та характеристика поняття резерву ліквідності.*

ЛІТЕРАТУРА

1. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 7 (МСБО 7) Звіт про рух грошових коштів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua>
2. *Борзова М.* Кэш-пулинг как эффективный механизм управления ликвидностью компаний / М. Борзова, О. Слабкий // Ринок цінних паперів. — 2011. — № 7-8. — С. 80—83.
3. *Харченко В. А.* Система управління грошовими потоками підприємства / В. А. Харченко // Вісник економічної науки України. — 2011. — № 1. — С. 161—164.
4. *Васюк Н. В.* Управління, аналіз та оптимізація грошових потоків: теорія і методологія / Н. В. Васюк // Вісник Дніпропетровського університету. — 2011. — Вип. 5(4). — С. 144—150. — (Серія «Економіка»).
5. *Cash is king.* Управление денежными потоками компании [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://e.fd.ru>
6. *Внедрение платежного календаря на предприятии / Кирилл Соппа // Финансовый директор.* — Режим доступу: <http://fd.ru>



Розділ

4

ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ЧАСІ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

Вивчивши матеріал цього розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- основи концепції вартості грошей у часі;
- причини зміни вартості грошей у часі;
- методичний інструментарій оцінювання вартості грошей за простими процентами;
- методичний інструментарій визначення вартості грошей за складними процентами;
- алгоритм визначення майбутньої вартості грошей у фінансових розрахунках;
- порядок розрахунку теперішньої вартості грошей у фінансових розрахунках.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- застосовувати методичний інструментарій оцінювання вартості грошей з використанням простого й складного процента;
- ухвалювати рішення щодо вкладання грошових коштів з урахуванням зміни їх вартості в часі;
- ураховувати вплив інфляції на вартість грошей.

Основні терміни та поняття

Ануїтет (annuity, рента)

Ануїтет авансовий (пренумерандо)

Ануїтет звичайний (відстрочений, постнумерандо)

Дисконтування (discounting)

Дисконтування ануїтетів

Дисконтування просте (simple discounting)
Компаундування (нарощення, compounding)
Компаундування аннуїтетів
Компаундування просте (simple compounding)
Майбутня вартість (Future Value, FV)
Процент простий
Процент складний (нарощений)
Приведена теперішня вартість (Present Value, PV)

4.1. МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ЧАСІ ТА ЙОГО ЗАСТОСУВАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

Визначення кількісної оцінки зміни вартості грошей у часі є основою більшості фінансових розрахунків і математико-статистичних моделей, які використовуються у фінансовому менеджменті.

Приймаючи управлінські рішення, фінансовий менеджер повинен брати до уваги особливості впливу зміни вартості грошей на фінансові процеси та адекватно враховувати величину такого впливу. Відповідно, оцінка вартості грошей у часі використовується в управлінні сукупністю фінансових процесів, які виникають у період функціонування суб'єкта господарювання. До таких, зокрема, відносять: управління інвестиціями, грошовими розрахунками, дебіторською і кредиторською заборгованістю, ціновою політикою підприємства та ін.

Розміщуючи капітал в один з обраних проектів, фінансовий менеджер планує не тільки з часом повернути вкладені гроші, а й отримати бажаний економічний ефект. Отже, гроші набувають такої об'єктивно існуючої характеристики, як часова вартість, яка була невідомою широкому загалу людей в умовах адміністративної системи управління економікою.

Зміну вартості грошей у часі можна пояснити так. Грошова одиниця в попередньому році була такою самою, як і в поточному. Проте наслідки інфляції чітко ілюструють, що купівельна спроможність грошей змінюється з плином часу.

Розглядаючи реальну вартість грошей, підприємці повинні брати до уваги не тільки руйнівну дію інфляції, а й здатність інвестування. Адже мета фінансового менеджменту — це можливість із грошей робити додаткові гроші. Багато підприємств мають кілька варіантів вкладення грошових коштів, їх мета на цей час — обрати з цих варіантів найприбутковіший.

Зміну вартості грошей зумовлює сукупність чинників, які визначають рівень їх корисності для власника у конкретний момент часу. При цьому необхідно зазначити, що переважна більшість чинників сприяє саме зниженню корисності грошей, що, у свою чергу, зменшує їх поточну вартість. Винятком є дефляційні процеси, відповідно до яких купівельна спроможність грошових коштів (і їх корисність) у наступному періоді зростає, що позитивно впливає на їх вартість у часі, і, як наслідок — розпоряджатися тією самою сумою грошей вигідніше не у поточному періоді, а в наступному.

Основними причинами зміни вартості грошей є:

- інфляційні (або дефляційні) процеси в економіці (ризик зміни купівельної спроможності грошей);
- комерційна надійність (ненадійність) бізнес-партнерів (наявність ризику невиконання зобов'язань);
- віддання підприємцями переваги наявним грошам.

Інфляція пов'язана із загальним підвищенням цін у країні. Коли зростають ціни, зменшується вартість грошової одиниці. Ураховуючи те, що в майбутньому ціни зростатимуть, вартість грошової одиниці в наступні роки буде ще нижчою, ніж у попередні. Отже, купівельна спроможність грошової одиниці сьогодні вища, ніж буде завтра.

Ризик невиконання зобов'язань бізнес-партнерами також зменшує вартість грошей. Через невпевненість у надійності партнерів ризик із часом зростає. Більшість підприємців хоче уникнути ризику, тому вище цінує гроші, які є сьогодні, аніж ті, що мають бути в майбутньому. Ті суб'єкти підприємницької діяльності, які погоджуються віддати наявні гроші сьогодні в обмін на їх більшу кількість у далекому майбутньому, очікують вищої компенсації у вигляді певної винагороди за цей ризик.

Усі суб'єкти господарювання віддають *перевагу наявним грошам* перед очікуваними у майбутньому, тобто «цінують» високу ліквідність. Втіленням ліквідності і є наявні гроші. Якщо підприємець інвестує ці кошти, сподіваючись на доходи у майбутньому, тобто міняє «живі» гроші на ризикованіші доходи у майбутньому, то цей обмін можливий за умови, що майбутні доходи мають бути достатньо високими. Це необхідно, щоб виправдати ризик, на який погоджується інвестор, оскільки він сподівається на високу винагороду як компенсацію за втрату ліквідності.

Отже:

1. *Сьогодні гроші дорожчі, ніж завтра.*
2. *Гроші втрачають свою вартість через інфляцію, ризик, схильність до ліквідності.*

Відповідно, часова вартість грошей як результат впливу визначених чинників може розглядатися з позицій:

- теперішньої вартості майбутніх грошових потоків;
- майбутньої вартості грошей, які є у розпорядженні на поточний момент часу.

Кількісна оцінка зміни вартості грошей у часі майже не використовується для оцінки відокремленої суми грошових коштів, оскільки така оцінка позбавлена практичної цінності. Необхідність використання як об'єкта оцінювання саме сукупності *грошових потоків* пояснюється тим, що будь-яка фінансова операція являє собою не дискретну суму, а сукупність фінансових відносин, які визначають процес руху вартості від одного суб'єкта цих відносин до іншого. Наприклад, операція кредитування суб'єкта господарювання фінансово-кредитною установою може бути змодельована як сукупність фінансових відносин, основними складовими яких є рух грошових ресурсів від кредитора до позичальника, з одного боку, і погашення в установленому порядку заборгованості позичальника перед кредитором, з другого.

Таким чином, основним об'єктом кількісної оцінки вартості грошей у часі є грошові потоки як результат проведення фінансових операцій або реалізації фінансових відносин. Проте положення концепції часової вартості грошей, її принципи та математичні моделі можуть використовуватися також для визначення вартості активів, відмінних від грошових коштів. Проблема оцінки вартості активів посідає провідне місце у фінансовому менеджменті. Переважна більшість рішень щодо управління фінансами суб'єктів господарювання базується саме на оцінці вартості тих чи інших активів, насамперед інструментів фінансового ринку (цінних паперів, деривативів). Прийняття фінансових рішень залежить від рівня відповідності результатів оцінки вартості активів їх цільовому значенню.

Процент є методологічною основою визначення вартості грошей у часі. У фінансових розрахунках використовують різні види і методи розрахунку процента. Рівень процента складається в результаті вирішення конфлікту інтересів двох економічних агентів — власника капіталу (капіталодавця, інвестора, кредитора) і позичальника. Отже, гроші мають свою ціну, яка формується на грошовому ринку у вигляді процента.

Для того щоб отримати у тимчасове користування певну величину грошових коштів, позичальник має компенсувати власнику грошових коштів (кредитору) його відмову від поточного їх споживання. Разом із втратою можливості користуватися певною сумою грошей сьогодні капіталодавець постає перед проблемою невизначеності вартості цієї суми грошей у момент їх повернення *позичальником, — майбутньої вартості грошей*.

Кількісним вираженням рівня невизначеності інвестора щодо майбутньої вартості його грошей вважається ризик. Відповідно, процент, який сплачує позичальник за використання грошових коштів, компенсує інвестору відстрочене споживання, а також його сукупний ризик, тобто процент компенсує капіталодавцеві неможливість задоволення своїх потреб у поточний момент. З іншого боку, позичальник погоджується на сплату процента у зв'язку із можливістю отримання додаткової економічної вигоди від поточного використання грошових коштів — вкладення капіталу в об'єкти інвестування.

Залежно від порядку застосування процента до грошових потоків, які виникають у результаті фінансових взаємовідносин між позичальником і капіталодавцем, можливе використання:

- простого процента (об'єктом нарахування є виключно абсолютна величина боргу);
- складного (нарощеного) процента (об'єктом нарахування є абсолютна величина боргу, збільшена на суму нарахованих у попередні періоди процентів).

Процес, за якого гроші рухаються від поточного часу до майбутнього (за заданої початкової суми і ставки процента), є *накопиченням (компаундуванням)*; процес, за якого гроші рухаються від майбутнього часу до теперішнього (за заданої майбутньої суми і ставки дисконту), є *дисконтуванням*.

Отже, **компаундування** — це визначення майбутньої вартості грошей, **дисконтування** — визначення поточної (теперішньої) вартості грошей.

Зв'язок між вартістю грошей у теперішній і майбутній час можна зобразити схематично (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Структурно-логічна схема зв'язку між вартістю грошей у теперішній і майбутній час

Методичний інструментарій оцінки вартості грошей за простими процентами. Для розрахунку суми простого процента в процесі прирощення вартості використовується формула

$$I = PV \cdot n \cdot i, \quad (4.1)$$

де I — сума процента за обумовлений період часу; PV — початкова сума грошових коштів (теперішня вартість); n — кількість інтервалів, за якими здійснюється розрахунок відсоткових платежів, у загальному обумовленому періоді; i — процентна ставка, виражена десятковим дробом.

Майбутня вартість FV вкладених сьогодні грошей з урахуванням нарахованої суми процента визначається за формулою

$$FV = PV + I = PV \cdot (1 + n \cdot i). \quad (4.2)$$

Множник $(1 + n \cdot i)$ називають *множником*, або *коефіцієнтом*, *нарощення суми простих процентів*: $(1 + n \cdot i)$ завжди > 1 .

Методичний інструментарій оцінки вартості грошей за складними процентами. Для розрахунку майбутньої суми вкладу (вартості грошей) у процесі його прирощення за складними процентами використовується формула

$$FV = PV \cdot (1 + i)^n, \quad (4.3)$$

де FV — майбутня вартість вкладу (грошових коштів) у разі його нарощення за складними процентами; PV — початкова сума вкладу (грошових коштів); i — процентна ставка, виражена десятковим дробом; n — кількість інтервалів, за якими здійснюється кожний процентний платіж, у загальному обумовленому періоді.

Відповідно, сума процента I в цьому випадку визначається за формулою

$$I = FV - PV. \quad (4.4)$$

Складний процент може нараховуватися кілька разів у межах одного року. Отже, чим частіше нараховуються проценти, тим більшою є сума накопичення. У разі нарахування процентів, здійснюваному частіше, ніж один раз на рік, необхідно відкоригувати процентну ставку і кількість періодів нарахування процентів. Коригування здійснюється за такими формулами:

$$\text{Кількість періодів} = \frac{\text{Кількість періодів нарахування за один рік}}{\text{Кількість років накопичення}}, \quad (4.5)$$

$$\text{Процентна ставка} = \frac{\text{Річна ставка} \times \text{Кількість місяців у періоді нарахування}}{12}. \quad (4.6)$$

Отже, якщо m — кількість разів нарахування складного процента протягом року, тоді майбутня вартість FV депозиту PV за ставки процента i після n років становить

$$FV = PV \left(1 + \frac{i}{m} \right)^{n \cdot m}. \quad (4.7)$$

Проблема «гроші — час» не нова, на сьогодні розроблено зручні моделі та алгоритми, які дають змогу орієнтуватися в справжній вартості майбутніх дивідендів із позицій поточного періоду.

Різноманітність завдань з визначення зміни вартості грошей у часі можна звести у такі групи.

I. *Компаундування* — визначення майбутньої вартості грошей (FV , future value — майбутня вартість, англ.):

- 1.1. просте компаундування;
- 1.2. компаундування анuitетів, або ренти:
 - 1.2.1. компаундування звичайної (відстроченої) ренти (анuitетів);
 - 1.2.2. компаундування авансової ренти (анuitетів).

II. *Дисконтування* — визначення поточної (теперішньої) вартості грошей (PV , present value — теперішня вартість, англ.):

- 2.1. просте дисконтування;
- 2.2. дисконтування анuitетів, або ренти:
 - 2.2.1. дисконтування звичайної (відстроченої) ренти (анuitетів);
 - 2.2.2. дисконтування авансової ренти (анuitетів).

Наочно сукупність завдань щодо визначення зміни вартості грошей у часі зображено в структурно-логічній схемі (рис. 4.2).

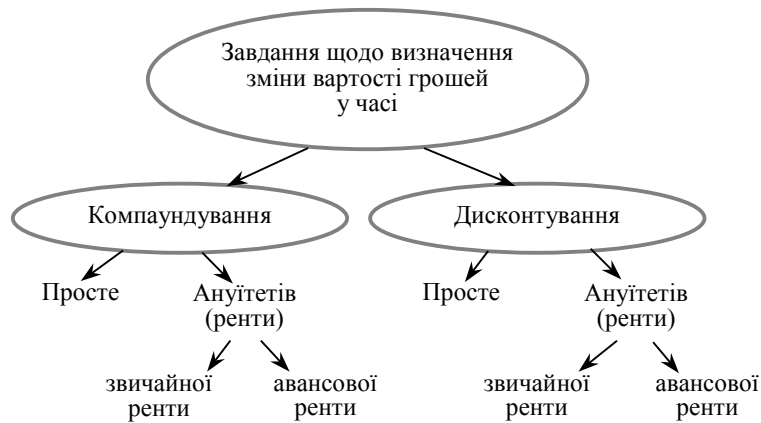


Рис. 4.2. Класифікація завдань із визначення зміни вартості грошей у часі

Алгоритм вирішення зазначених типів завдань визначений за допомогою рішень, які розв'язуються способами:

- арифметичним;
- табличним;
- із застосуванням фінансового калькулятора;
- із застосуванням числа «72», якщо необхідно подвоїти капітал.

Слід чітко розуміти взаємопов'язаність процесів дисконтування і компаундування. Дисконтування спрямоване на отримання адекватної величини вартості майбутніх грошових потоків, зіставної з фінансовими показниками для проведення аналізу в поточному періоді. Компаундування (нарощення) передбачає отримання адекватної величини вартості наявних грошових ресурсів, зіставної з фінансовими показниками для проведення фінансового планування операцій (діяльності) наступних періодів.

4.2. ВИЗНАЧЕННЯ МАЙБУТНЬОЇ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

Одним із механізмів визначення часової вартості грошових потоків є компаундування (нарощення) (англ. compounding).

Компаундування — це фінансово-математична модель визначення майбутньої вартості грошових коштів, які є у розпорядженні підприємця на початок планового періоду (у поточний момент часу).

Майбутня вартість таких грошових потоків визначається нарощенням на величину процента, який може бути отриманий у разі, якщо наявні грошові кошти будуть використані для фінансування тієї чи іншої фінансової операції.

Отже, майбутня вартість сучасного грошового потоку відповідає абсолютній величині суми грошових коштів (включаючи основну суму і проценти), яку отримає їх власник за умови їх інвестування *через* певний проміжок часу — *плановий (аналізований) період*. Такий підхід дає змогу фінансовому менеджеру отримати зіставні абсолютні величини вартості грошей для прийняття необхідних управлінських рішень щодо інвестування.

При цьому отримання належного результату значною мірою залежить від вибору ставки нарощення та порядку її застосування. Для фінансових розрахунків під час оцінювання часової вартості грошей використовують складний або простий процент.

Можливість практичного застосування моделей нарощення для визначення майбутньої вартості грошових потоків потребує їх відповідної фінансово-математичної формалізації. Для аналізу грошових потоків, запланованих до надходження у результаті здійснення інвестиційного проекту (інших фінансових операцій), можуть використовуватися різні моделі, у тому числі:

- просте нарощення вартості грошових потоків;
- нарощення ануїтетів (відстроченої або авансової ренти).

Під **простим компаундуванням (нарощенням) (simple compounding)** розуміють фінансово-математичну модель розрахунку вартості наявних грошових ресурсів, або теперішніх грошових потоків, використання яких протягом чітко визначеного періоду, як очікується, дасть можливість отримати відповідний економічний ефект у майбутньому.

Результатом простого нарощення є майбутня вартість (future value, або FV) теперішнього грошового потоку, або грошових коштів, які перебувають у розпорядженні на поточний момент часу.

Отже, **просте компаундування** — це визначення майбутньої вартості грошей, вкладених одноразово на певний термін під певний процент.

Оцінка майбутньої вартості грошових потоків із використанням простого процента відповідає формулі (4.2) і матиме вигляд $FV = PV \cdot (1 + n \cdot i)$, де FV — майбутня вартість грошових коштів; PV — абсолютна величина наявних грошових коштів (теперішнього грошового потоку); n — кількість інтервалів у плановому періоді; i — процентна ставка (виражена десятковим дробом).

Приклад 4.1. Підприємець хоче покласти на депозит у банк 100 гр. од. одноразово під 5 % річних на п'ять років за умови нарахування простих процентів. Яку суму грошей матиме підприємець наприкінці першого року і який буде результат через п'ять років?

Розв'язок

Наприкінці 1-го року підприємець матиме

$$100 \text{ гр. од.} + 100 \text{ гр. од.} \cdot 5 \% = 105 \text{ гр. од.}$$

Нарахування процентів протягом 2-го року відбувається на ті самі 100 гр. од., і оскільки база для нарахування процентів лишається незмінною (100 гр. од.), сума процентів за рік також не змінюється (5 гр. од.).

Сума процентів за п'ять років у нашому випадку становитиме

$$5,0 \text{ гр. од.} \cdot 5 = 25,0 \text{ гр. од.}$$

При цьому майбутня вартість 100 гр. од., укладених одноразово під 5 % річних на п'ять років за умови нарахування простих процентів, становитиме

$$FV = 100 \text{ гр. од.} \cdot (1 + 5 \cdot 0,05) = 125 \text{ гр. од.}$$

Якщо схожі приклади вирішувати арифметично, для наочності і полегшення розрахунків їх доцільно звести в таку таблицю (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

РОЗРАХУНОК МАЙБУТНЬОЇ ВАРТОСТІ ПОТОЧНОГО ВКЛАДУ ЗА УМОВИ НАРАХУВАННЯ ПРОСТИХ ВІДСОТКІВ, гр. од.

Рік	Сума вкладу на початок року	Сума приросту вкладу (гр. 1 × 5 %)	Сума вкладу на кінець року
Гр. 1	Гр. 2	Гр. 3	Гр. 4
1	100,0	5,0	105,0
2	100,0	5,0	110,0
3	100,0	5,0	115,0
4	100,0	5,0	120,0
5	100,0	5,0	125,0
Усього	×	25,00	×

Майбутня вартість наявних грошових коштів у разі використання складного процента визначається за формулою (4.3) і має вигляд $FV = PV \cdot (1 + i)^n$.

Приклад 4.2. Підприємець хоче покласти на депозит у банк 100 гр. од. одноразово під 5 % річних на п'ять років за умови нарахування складних процентів. Яку суму грошей матиме підприємець наприкінці першого року і який буде результат через п'ять років?

Розв'язок

Ідеться про одноразове вкладення грошової суми в банк на депозит за умови нарахування складного процента, тобто якщо нарахування процента за перший рік не відрізняється від нарахування, здійсненого у попередньому прикладі (наприкінці 1-го року підприємець отримає ті самі 100 гр. од. + 100 гр. од. \times 5 % = 105 гр. од.), то база для нарахування процентів у наступних роках збільшуватиметься на суму вже нарахованих процентів.

Наприклад, нарахування процентів за 2-й рік відбуватиметься вже не на 100 гр. од., а на суму вкладу з процентами, нарахованими за попередній період (тобто на 105 гр. од.), нарахування процентів за 3-й рік відбуватиметься на суму початкового вкладу з урахуванням процентів, нарахованих за два попередні роки, і так до кінця запланованого до інвестування періоду. Розрахунок величини приросту вкладу для полегшення арифметичних дій і для наочності доречно звести в таблицю (табл. 4.2).

Таблиця 4.2

РОЗРАХУНОК МАЙБУТНЬОЇ ВАРТОСТІ ПОТОЧНОГО ВКЛАДУ ЗА УМОВИ НАРАХУВАННЯ СКЛАДНИХ ПРОЦЕНТІВ, гр. од.

Рік	Сума вкладу на початок року	Сума приросту вкладу (гр. 1 \times 5 %)	Сума вкладу на кінець року (гр. 2 + гр. 3)
Гр. 1	Гр. 2	Гр. 3	Гр. 4
1	100	5,0	105,0
2	105,0	5,25	110,25
3	110,25	5,51	115,76
4	115,76	5,79	121,55
5	121,55	6,08	127,63
Усього	\times	27,63	\times

З розрахунків, наведених у табл. 4.2, зрозуміло, що за умови нарахування складних процентів через п'ять років підприємець матиме 127,63 гр. од.

Значно простіше можна визначити майбутню вартість теперішнього грошового потоку із використанням фінансових таблиць, які містять абсолютне значення ставки нарощення, виходячи із рівня ставки та кількості інтервалів нарахувань процентів.

У додатку до розділу наведено математичну таблицю А-1, в якій підраховано фактор майбутньої вартості процента для різноманітних комбінацій i та n ($FVIF_{i,n}$), тобто визначена майбутня вартість однієї грошової одиниці, залишеної на рахунок на n періодів під i -процентну ставку.

Якщо $FVIF_{i,n} = (1 + i)^n$, то формула (4.3) матиме вигляд

$$FV_n = PV \cdot (FVIF_{i,n}), \quad (4.8)$$

де $FVIF_{i,n}$ — абсолютне значення ставки нарощення; i — процентна ставка (виражена десятковим дробом); n — кількість інтервалів у плановому періоді.

У нашому випадку в табл. А-1 $FVIF$ для п'яти років із 5 %-ю ставкою знаходимо цифру, яка стоїть на перехрещенні рядка для періоду 5 і стовпчика для 5 %. Бачимо, що $FVIF = 1,2763$.

Звідси, $FV_n = PV \cdot (FVIF_{i,n}) = 100 \text{ гр. од.} \cdot (1,2763) = 127,63 \text{ гр. од.}$

За наявності фінансового калькулятора поступово вводимо значення N , I , PV , N . Натиснувши кнопку FV , отримаємо відповідь (при введенні даних прикладу 4.2 отримаємо $FV = 127,63$).

До впровадження фінансових калькуляторів і таблиць фінансові менеджери використовували «Правило числа 72», яке дає можливість приблизно визначити, яка комбінація рівня процентної ставки і термінів вкладу приведе до подвоєння вкладеного капіталу.

Наприклад, інвестиції з 9 %-м річним доходом подвоюються приблизно за вісім років ($8 \cdot 9 = 72$). Інвестиція з доходом у 6 % на рік вимагає 12 років для подвоєння вкладеного капіталу, і так далі. Використавши фінансові таблиці або фінансовий калькулятор, легко переконатися в дієвості цього правила.

У попередніх прикладах ми оперували поняттями «одноразовий внесок», «вклад». Різноплановість руху грошових потоків у результаті підприємницької діяльності створює ситуацію, коли застосування простого нарощення для кількісної оцінки майбутньої вартості грошових ресурсів недостатньо. Це стосується оцінки грошових потоків, які виникають протягом усього періоду з певною періодичністю.

Ануїтет (annuity) (рента) — це серія рівновеликих платежів (внесків) протягом визначеної кількості періодів. Розрізняють звичайний та авансовий ануїтети.

За **звичайного ануїтету** платежі здійснюються наприкінці кожного періоду (*постнумерандо*), за **авансового ануїтету** — на початку кожного періоду (*пре-нумерандо*).

Ануїтет може бути вихідним грошовим потоком підприємця (здійснення періодичних рівновеликих внесків на рахунок банківської установи) або вхідним грошовим потоком (надходження орендної плати, яка найчастіше встановлюється однаковою фіксованою сумою).

Приклад 4.3. Вклади в однаковій сумі 100 гр. од. здійснюються на депозитний рахунок наприкінці кожного року під 5 % річних протягом п'яти років. Скільки грошей буде на рахунку наприкінці п'ятого року?

Арифметичне рішення прикладу зведемо в табл. 4.3.

Таблиця 4.3

РОЗРАХУНОК МАЙБУТНЬОЇ ВАРТОСТІ ЗВИЧАЙНОГО АНУЇТЕТУ, гр. од.

Рік	Сума вкладу на початок року	Сума приросту вкладу (гр. 2 × 5 %)	Сума вкладу на кінець року (гр. 2 + гр. 3 + 100 гр. од.)
Гр. 1	Гр. 2	Гр. 3	Гр. 4
1	0	0	100,0
2	100,0	5,00	205,0
3	205,0	10,25	315,25
4	315,25	15,76	431,01
5	431,01	21,55	552,56
Усього	×	52,56	×

Ураховуючи, що умови ануїтету передбачають рівність і рівномірність окремих грошових потоків PMT (у нашому випадку сума вкладів), фінансово-математична модель оцінки майбутньої вартості ануїтету може бути відображена у такий спосіб:

$$FVA_n = PMT \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i}, \quad (4.9)$$

де FVA_n — майбутня вартість ануїтету; PMT — абсолютна величина періодичних рівновеликих виплат (ануїтетів); n — кількість інтервалів у плановому періоді; i — процентна ставка (виражена десятковим дробом).

Визначення майбутньої вартості ануїтетів за допомогою таблиць передбачає використання фактора процента майбутньої вартості ануїтетів ($FVIFA_{i,n}$) за n періодів з i -процентною ставкою:

$$FVIFA_{i,n} = \frac{(1+i)^n - 1}{i}. \quad (4.10)$$

Значення $FVIFA$ в табл. А-2 вже підраховано для різних комбінацій i та n . Для того щоб обчислити майбутню вартість ануїтетів за допомогою таблиць, використовується формула

$$FVA_n = PMT \cdot (FVIFA_{i,n}). \quad (4.11)$$

У табл. А-2 на перехрещенні 5 років і 5 % знаходимо значення $FVIFA = 5,5256$.

При використанні формули (4.10) визначимо майбутню вартість ануїтетів у 100 гр. од. для 5 років при 5 % ставці: $100 \text{ гр. од.} \times (5,5256) = 552,56 \text{ гр. од.}$

Слід звернути увагу, що формула (4.10) стосується звичайного (відстроченого) ануїтету (ренти). Проте якщо має місце авансовий ануїтет (рента), порядок кількісної оцінки майбутньої вартості грошового потоку дещо змінюється.

Приклад 4.4. Вклади в однаковій сумі 100 гр. од. здійснюються на депозитний рахунок на початку кожного року під 5 % річних протягом 5 років. Скільки грошей буде на рахунку наприкінці п'ятого року?

Арифметичний розв'язок задачі зведемо в таблицю (табл. 4.4).

Таблиця 4.4

РОЗРАХУНОК МАЙБУТНЬОЇ ВАРТОСТІ АВАНСОВОГО АНУЇТЕТУ, гр. од.

Рік	Сума вкладу на початок року	Сума приросту вкладу (гр. 2 × 5 %)	Сума вкладу на кінець року (гр. 2 + гр. 3)
Гр. 1	Гр. 2	Гр. 3	Гр. 4
1	100	5,00	105,0
2	205,0	10,25	215,25
3	315,25	15,76	331,01
4	431,01	21,55	452,56
5	552,56	27,63	580,19
Усього	x	80,19	x

Необхідність коригування фінансово-математичної моделі оцінки відстроченої ренти обумовлена відмінностями у порядку руху грошових коштів, що наочно можна побачити з таблиці. Так, для звичайного ануїтету грошові потоки виникають після закінчення першого інтервалу періоду, який аналізується (саме тому звичайний ануїтет часто називають відстроченим, постнумерандо).

Для авансового ануїтету характерним є рух грошових коштів уже починаючи з першого інтервалу планового періоду. Згадані відмінності обумовлюють різницю між відстроченим та авансовим ануїтетом на один інтервал, що і закладено у фінансово-математичну модель оцінки майбутньої вартості авансового ануїтету.

Для розрахунку майбутньої вартості авансового ануїтету застосовується формула

$$FVA_{n(\text{аванс.})} = PMT \cdot \frac{(1+i)^n}{i} \cdot (1+i) = PMT \cdot \left[\frac{(1+i)^{n+1} - 1}{i} - 1 \right]. \quad (4.12)$$

Використовуючи формулу (4.11), розрахунок майбутньої вартості авансового ануїтету в наведеному прикладі 4.4 можна записати у такий спосіб:

$$FVA_{n(\text{аванс.})} = 552,56 \cdot (1 + 0,05) = 552,56 \cdot 1,05 = 580,19 \text{ гр. од.}$$

Нарахування процентів за авансового ануїтету здійснюється раніше, тому більше заробляється процентів (майбутня вартість авансових ануїтетів більша — 580,19 гр. од. проти 552,56 гр. од. за звичайного ануїтету).

Приклад 4.5. Підприємстві запропонували варіанти вкладання грошей у розмірі 500 гр. од. під 5 % (за умови нарахування складних процентів):

- 1) одноразово на п'ять років;
- 2) поступово рівними частками протягом п'яти років з нарахуванням процентів у кінці кожного року (постнумерандо);
- 3) поступово рівними частками протягом п'яти років з нарахуванням процентів на початку кожного року (пренумерандо).

Розв'язок

1. Йдеться про просте нарощення вкладу в розмірі 500 гр. од., або про просте компаундування.

Застосовуємо формулу (4.8) та значення табл. А-1:

$$FV = 500 \text{ гр. од.} \cdot FVIF_{5\%,5} = 500 \text{ гр. од.} \cdot 1,2763 = 638,15 \text{ гр. од.}$$

Сума зароблених процентів за таких умов становитиме

$$638,15 - 500 = 138,15 \text{ гр. од.}$$

2. Йдеться про компаундування звичайних анuitетів (ренти) у розмірі 100 гр. од. щорічно протягом п'яти років. Розв'язок прикладу наведено в табл. 4.3.

Сума зароблених процентів за таких умов становитиме

$$552,56 - 500 = 52,56 \text{ гр. од.}$$

3. Йдеться про компаундування авансових анuitетів (ренти) у розмірі 100 гр. од. щорічно протягом п'яти років. Розв'язок прикладу наведено в табл. 4.4.

Сума зароблених процентів за таких умов становитиме

$$580,19 - 500 = 80,19 \text{ гр. од.}$$

Висновки. Наведені розрахунки свідчать, що п'ять вкладів по 100 гр. од. кожного року протягом п'яти років є менш привабливим для підприємця проектом з погляду прибутковості інвестицій.

За одноразового вкладення 500 гр. од. на п'ять років зиск становить 138,15 гр. од. проти вкладання 100 гр. од. щорічно протягом п'яти років та отримання прибутку на суму 80,19 гр. од. за нарахування процентів пренумерандо або отримання прибутку на суму 52,56 гр. од. за умови нарахування процентів постнумерандо.

Отже, ефект від вкладення грошових коштів одноразово набагато більший, але і ризик з часом зростає, оскільки ці гроші перебувають на депозитному рахунку всі п'ять років. Цей приклад ще раз підтверджує концепцію, що *чим вищий ризик, тим більша компенсація за цей ризик, і сьогодні гроші дорожчі, ніж завтра.*

Підприємець у нашому прикладі вибере той варіант вкладення грошей, який, на його думку, буде не тільки привабливішим з погляду розрахунків, а й враховуватиме суб'єктивні чинники: загальну ризикованість операції; репутацію банку, що відкриває депозитний рахунок; можливості швидкого та ефективного реінвестування отриманих грошей тощо.

4.3. ВИЗНАЧЕННЯ ТЕПЕРІШНЬОЇ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

Однією з форм визначення часової вартості грошових потоків на противагу компаундуванню є дисконтування (англ. discounting).

Дисконтування — фінансово-математична модель визначення поточної (теперішньої) вартості грошових потоків, надходження яких, як очікується, матиме місце у майбутньому протягом певного планового періоду.

Теперішня вартість майбутніх грошових потоків визначається шляхом **приведення** — дисконтування на величину процента, який міг би бути заробленим у випадку, коли б грошові кошти були доступні для їх використання на момент оцінювання.

Отже, теперішня вартість майбутнього грошового потоку дорівнює абсолютній величині грошових коштів, інвестування якої на прийнятих для дисконтування умовах через визначений проміжок часу дало б вартість, еквівалентну вартості майбутнього грошового потоку, що аналізується. Такий підхід дає можливість фінансовому менеджеру, так само, як і в разі компаундування, отримати зіставні абсолютні величини вартості грошей для *прийняття адекватних управлінських рішень щодо інвестування*.

Практичне застосування дисконтування для визначення приведеної теперішньої вартості грошових потоків вимагає відповідної фінансово-математичної формалізації моделі дисконтування — визначення абсолютної величини дисконту. Залежно від потреб аналізу грошових потоків і зміни їх вартості у часі можуть використовуватися такі моделі дисконтування:

— просте дисконтування;

— дисконтування ануїтетів (відстроченої або авансової ренти).

Просте дисконтування (simple discounting) — це фінансово-математична модель розрахунку приведеної вартості майбутнього грошового потоку, отримання якого, як очікується, відбудеться одноразово через чітко визначений період.

Результатом простого дисконтування є приведена теперішня вартість (present value, або *PV*) окремого майбутнього грошового потоку.

Процеси компаундування і дисконтування тісно взаємозв'язані один з одним. Визначення поточної вартості (дисконтування) — пряма протилежність компаундуванню. Таким чином, якщо нам відомий показник майбутньої вартості грошей *FV*, то за допомогою дисконтування ми можемо розрахувати їх теперішню вартість *PV*.

Оскільки оцінка майбутньої вартості грошових потоків із використанням простого процента відповідає формулі (4.2):

$$FV = PV \cdot (1 + n \cdot i),$$

тоді *дисконтування майбутніх грошових потоків із використанням простого процента* відповідає такій формулі:

$$PV = \frac{FV}{(1 + n \cdot i)}, \quad (4.13)$$

де *PV* — приведена теперішня вартість майбутнього грошового потоку; *FV* — абсолютна величина майбутнього грошового потоку; *n* — кількість інтервалів у плановому періоді; *i* — ставка дисконтування (виражена десятковим дробом).

Оскільки майбутня вартість наявних грошових коштів у разі використання складного процента визначається за формулою (4.3):

$$FV = PV \cdot (1 + i)^n,$$

то *приведена теперішня вартість майбутніх грошових потоків у разі використання складного процента* визначається за такою формулою:

$$PV = \frac{FV}{(1+i)^n} = FV \cdot \left(\frac{1}{1+i}\right)^n. \quad (4.14)$$

Можна визначити теперішню вартість майбутнього грошового потоку із використанням фінансової табл. А-3, яка містить абсолютне значення ставки дисконтування виходячи із рівня процентної ставки та кількості інтервалів у плановому періоді.

Частина рівняння (4.13), взята в дужки, називається фактором процента поточної вартості $PVIF$.

Таким чином, якщо $FVIF_{i,n} = \left(\frac{1}{1+i}\right)^n$, тоді формула (4.13) матиме вигляд

$$PV = FV \cdot (PVIF_{i,n}), \quad (4.15),$$

де $PVIF_{i,n}$ — абсолютне значення ставки дисконтування; i — процентна ставка; n — кількість інтервалів у плановому періоді.

Приклад 4.6. Яку суму грошей повинен покласти підприємець у банк на депозитний рахунок у поточний момент часу, якщо за процентної ставки 5 % за умови нарахування складного процента через п'ять років він планує отримати 127,63 гр. од.?

Розв'язок

Як бачимо, приклад 4.6 і приклад 4.2 мають дещо спільне: процентна ставка і термін, на який кладуться гроші на депозит, — однакові. Проте в прикладі 4.2 сума, яку підприємець має покласти на депозит, є заданою, а в прикладі 4.6 ми повинні визначити цю суму. У прикладі 4.6 задається очікувана сума через п'ять років, а в прикладі 4.2, навпаки, саме ця сума невідома. Отже, приклад 4.6 є оберненим до прикладу 4.2.

Застосовуючи формули (4.13), (4.14) та дані табл. А-3, визначимо суму, яку необхідно покласти на депозит сьогодні:

$$PV = 127,0 \cdot \frac{1}{(1+0,05)^5} = 127,0 \cdot 0,7835 = 100 \text{ гр. од.}$$

Дисконтування грошових потоків застосовується також за необхідності оцінювання поточної вартості цінних паперів, об'єктів нерухомості, що плануються до продажу у майбутньому.

Приклад 4.7. Підприємець має цінний папір, який надає йому право на отримання після двох років 1000 гр. од. Річна вартість грошей на ринку капіталу сьогодні становить 16 %. Скільки коштує цей цінний папір сьогодні?

Розв'язок

Застосовуючи формули (4.13), (4.14) і дані табл. А-3, маємо вартість цінного папера на сьогодні:

$$PV = \frac{1000}{(1+0,16)^2} = 1000 \cdot 0,7432 = 743,2 \text{ гр. од.}$$

Різноплановість руху грошових коштів у результаті підприємницької діяльності створює ситуацію, коли застосування *простого дисконтування* для оцінки

приведеної вартості майбутніх грошових потоків є недостатнім. Передусім це стосується оцінки грошових потоків, які виникають протягом усього періоду із певною періодичністю, тобто *ануїтетів (ренти)*.

Якщо припустити, що абсолютна величина грошових потоків протягом періоду, який аналізується, однакова і постійна, тобто умови ануїтету передбачають рівність окремих грошових потоків, формула теперішньої вартості ануїтету матиме вигляд

$$\begin{aligned} PVA_n &= PMT \cdot \left(\frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n} \right) = PMT \cdot \left(\frac{(1+i)^n}{i \cdot (1+i)^n} - \frac{1}{i \cdot (1+i)^n} \right) = \\ &= PMT \cdot \left(\frac{1}{i} - \frac{1}{i \cdot (1+i)^n} \right), \end{aligned} \quad (4.16)$$

де PVA_n — теперішня вартість ануїтету; PMT — абсолютна величина періодичних рівновеликих виплат (ануїтетів); n — кількість інтервалів у плановому періоді; i — ставка дисконтування (виражена десятковим дробом).

Різниця в дужках рівняння (4.15) називається фактором процента поточної вартості ануїтетів $PVIFA_{i,n}$. Фактор процента поточної вартості ренти — це показник ануїтетів за n -ну кількість періодів, дисконтований на i процента. У фінансових табл. А-4 обчислено значення цього показника для різних n та i :

$$PVIFA_n = \left(\frac{1}{i} - \frac{1}{i \cdot (1+i)^n} \right). \text{ Отже, рівняння (4.15) матиме вигляд} \quad (4.17)$$

$$PVA_n = PMT \cdot PVIFA_{i,n}.$$

Фінансово-математична модель визначення теперішньої вартості ануїтетів застосовується для обчислення постійних рівних виплат з погашення кредиту, орендних платежів за користування активами підприємства, для порівняння теперішньої вартості цінних паперів, які дисконтуються під різні процентні ставки та приносять власникові певний щорічний дохід, для визначення суми, яку необхідно покласти на депозит за умови вилучення з рахунка кожного року однакової суми грошей.

Приклад 4.8. Яку суму підприємець має покласти на депозит сьогодні під 10 % річних, щоб протягом п'яти років щорічно знімати з рахунка по 300 гр. од.?

Розв'язок

Ідеться про дисконтування ануїтетів на суму 300 гр. од. протягом п'яти років. Скористаємося формулою визначення теперішньої вартості ануїтетів (4.15), (4.16) і даними табл. А-4:

$$PVA_n = PMT \cdot PVIFA_{10\%,5} = 300 \text{ гр. од.} \cdot 3,7908 = 1137 \text{ гр. од.}$$

За результатами застосування табличного способу вирішення задачі маємо, що вклад у розмірі 1137 гр. од. дає змогу інвестору протягом п'яти років у кінці кожного року знімати з рахунка по 300 гр. од. за умови нарахування банком складного процента у розмірі 10 % річних. Перевіримо правильність отриманого результату арифметично, звівши розрахунки у табл. 4.5

Таблиця 4.5

РОЗРАХУНОК ПОТОЧНОЇ ВАРТОСТІ ЗВИЧАЙНОГО АНУЇТЕТУ, гр. од.

Рік	Залишок на початок року	Нарахований процент (гр. 2 × 10 %)	Залишок на кінець року без щорічних вирахувань (гр. 2 + гр. 3)	Щорічне вилучення з рахунка	Залишок на кінець року (гр. 4 – гр. 5)
Гр. 1	Гр. 2	Гр. 3	Гр. 4	Гр. 5	Гр. 6
1	1137,0	114,0	125,1	300,0	951,0
2	951,0	95,1	1046,1	300,0	746,1
3	746,1	74,6	820,7	300,0	520,7
4	520,7	52,0	572,7	300,0	272,7
5	272,7	27,3	300,0	300,0	0
Усього	×	363,0	×	1500,0	×

Різниця між початковим вкладом і знятою з рахунка сумою (сумою накопичення) є сумою процентів, що нараховуються на залишок вкладу:

$$1500 - 1137 = 363,0 \text{ гр. од.}$$

У прикладі 4.8 ануїтет виникає наприкінці кожного року (постнумерандо). Отже, формула (4.15) стосується звичайного (відстроченого) ануїтету (ренти). Проте, якщо має місце авансова рента, порядок розрахунку теперішньої вартості грошового потоку дещо змінюється. Необхідність коригування відстроченої ренти обумовлена відмінностями у порядку руху грошових коштів. Для звичайного ануїтету грошові потоки, вартість яких оцінюється, виникають після закінчення першого інтервалу аналізованого періоду (тому звичайний ануїтет називають також відстроченим).

Для авансового ануїтету характерним є рух грошових коштів уже на початку першого інтервалу планового періоду. Згадані особливості обумовлюють відмінність між *відстроченим* та *авансовим* ануїтетом на один інтервал, що й відображає формула оцінки приведеної вартості авансового ануїтету:

$$PVA_{n(\text{аванс.})} = PMT \cdot (PVIFA_{i,n}) \cdot (1 + i). \quad (4.18)$$

За авансового ануїтету кожний період дисконтуються однією виплатою. Оскільки виплати виконуються швидше, така рента має більшу вартість, ніж звичайна. Значення авансової ренти може бути розраховано множенням показника PV звичайної ренти на $(1 + i)$.

Приклад 4.9. Щорічні відрахування становлять 300 гр. од. протягом п'яти років. Ставка дисконту становить 10 %. Визначити теперішню вартість ренти за умови виникнення ануїтетів на початку кожного року.

Розв'язок

Застосовуючи формулу (4.17) та значення табл. А-4, отримуємо результат:

$$PVA_{n(\text{аванс.})} = 300 \text{ гр. од.} \cdot 3,7908 \cdot 1,1 = 1\,251,0 \text{ гр. од.}$$

Розглянуті в розділі фінансово-математичні моделі застосовуються в оцінюванні прибутковості та обранні оптимальнішого з інвестиційних проектів.

Проте, використовуючи математичний апарат з метою вибору того чи того варіанта вкладання грошових активів, фінансовий менеджер повинен зважати також на обставини суб'єктивного характеру, наявність яких є характерною для сучасних вітчизняних умов ведення бізнесу та які неможливо формалізувати в ту чи ту фінансово-математичну модель, зокрема: економічна і політична нестабільність у країні, джерела виникнення початкового капіталу; репутація фірми, у справу якої інвестуються кошти; та ін.

**МАЙБУТНЯ ВАРТІСТЬ ОДНІЄЇ ГРОШОВОЇ
ПРОЦЕНТНА**

Період	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	1.0100	1.0200	1.0300	1.0400	1.0500	1.0600	1.0700	1.0800	1.0900
2	1.0201	1.0404	1.0609	1.0816	1.1025	1.1236	1.1449	1.1664	1.1881
3	1.0303	1.0612	1.0927	1.1249	1.1576	1.1910	1.2250	1.2597	1.2950
4	1.0406	1.0824	1.1255	1.1699	1.2155	1.2625	1.3108	1.3605	1.4116
5	1.0510	1.1041	1.1593	1.2167	1.2763	1.3382	1.4026	1.4693	1.5386
6	1.0615	1.1262	1.1941	1.2653	1.3401	1.4185	1.5007	1.5869	1.6771
7	1.0721	1.1487	1.2299	1.3159	1.4071	1.5036	1.6058	1.7138	1.8280
8	1.0829	1.1717	1.2668	1.3686	1.4775	1.5938	1.7182	1.8509	1.9926
9	1.0937	1.1951	1.3048	1.4233	1.5513	1.6895	1.8385	1.9990	2.1719
10	1.1046	1.2190	1.3439	1.4802	1.6289	1.7908	1.9672	2.1589	2.3674
11	1.1157	1.2434	1.3842	1.5395	1.7103	1.8983	2.1049	2.3316	2.5804
12	1.1268	1.2682	1.4258	1.6010	1.7959	2.0122	2.2522	2.5182	2.8127
13	1.1381	1.2936	1.4685	1.6651	1.8856	2.1329	2.4098	2.7196	3.0658
14	1.1495	1.3195	1.5126	1.7317	1.9799	2.2609	2.5785	2.9372	3.3417
15	1.1610	1.3459	1.5580	1.8009	2.0789	2.3966	2.7590	3.1722	3.6425
16	1.1726	1.3728	1.6047	1.8730	2.1829	2.5404	2.9522	3.4259	3.9703
17	1.1843	1.4002	1.6528	1.9479	2.2920	2.6928	3.1588	3.7000	4.3276
18	1.1961	1.4282	1.7024	2.0258	2.4066	2.8543	3.3799	3.9960	4.7171
19	1.2081	1.4568	1.7535	2.1068	2.5270	3.0256	3.6165	4.3157	5.1417
20	1.2202	1.4859	1.8061	2.1911	2.6533	3.2071	3.8697	4.6610	5.6044
21	1.2324	1.5157	1.8603	2.2788	2.7860	3.3996	4.1406	5.0338	6.1088
22	1.2447	1.5460	1.9161	2.3699	2.9253	3.6035	4.4304	5.4365	6.6586
23	1.2572	1.5769	1.9736	2.4647	3.0715	3.8197	4.7405	5.8715	7.2579
24	1.2697	1.6084	2.0328	2.5633	3.2251	4.0489	5.0724	6.3412	7.9111
25	1.2824	1.6406	2.0938	2.6658	3.3864	4.2919	5.4274	6.8485	8.6231
26	1.2953	1.6734	2.1566	2.7725	3.5557	4.5494	5.8074	7.3964	9.3992
27	1.3082	1.7069	2.2213	2.8834	3.7335	4.8223	6.2139	7.9881	10.245
28	1.3213	1.7410	2.2879	2.9987	3.9201	5.1117	6.6488	8.6271	11.167
29	1.3345	1.7758	2.3566	3.1187	4.1161	5.4184	7.1143	9.3173	12.172
30	1.3478	1.8114	2.4273	3.2434	4.3219	5.7435	7.6123	10.063	13.268
40	1.4889	2.2080	3.2620	4.8010	7.0400	10.286	14.974	21.725	31.409
50	1.6446	2.6916	4.3839	7.1067	11.467	18.420	29.457	46.902	74.358
60	1.8167	3.2810	5.8916	10.520	18.679	32.988	57.946	101.26	176.03

* $FVIF > 99,999$.

**ОДИНИЦІ ЧЕРЕЗ *n*-ПЕРІОДІВ
СТАВКА**

10 %	12 %	14 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	28 %	32 %	36 %
1.1000	1.1200	1.1400	1.1500	1.1600	1.1800	1.2000	1.2400	1.2800	1.3200	1.3600
1.2100	1.2544	1.2996	1.3225	1.3456	1.3924	1.4400	1.5376	1.6384	1.7424	1.8496
1.3310	1.4049	1.4815	1.5209	1.5609	1.6430	1.7280	1.9066	2.0972	2.3000	2.5155
1.4641	1.5735	1.6890	1.7490	1.8106	1.9388	2.0736	2.3642	2.6844	3.0360	3.4210
1.6105	1.7623	1.9254	2.0114	2.1003	2.2878	2.4883	2.9316	3.4360	4.0075	4.6526
1.7716	1.9738	2.1950	2.3131	2.4364	2.6996	2.9860	3.6352	4.3980	5.2899	6.3275
1.9487	2.2107	2.5023	2.6600	2.8262	3.1855	3.5832	4.5077	5.6295	6.9826	8.6054
2.1436	2.4760	2.8526	3.0590	3.2784	3.7589	4.2998	5.5895	7.2058	9.2170	11.703
2.3579	2.7731	3.2519	3.5179	3.8030	4.4355	5.1598	6.9310	9.2234	12.166	15.917
2.5937	3.1058	3.7072	4.0456	4.4114	5.2338	6.1917	8.5944	11.806	16.060	21.647
2.8531	3.4785	4.2262	4.6524	5.1173	6.1759	7.4301	10.657	15.112	21.199	29.439
3.1384	3.8960	4.8179	5.3503	5.9360	7.2876	8.9161	13.215	19.343	27.983	40.037
3.4523	4.3635	5.4924	6.1528	6.8858	8.5994	10.699	16.386	24.759	36.937	54.451
3.7975	4.8871	6.2613	7.0757	7.9875	10.147	12.839	20.319	31.691	48.757	74.053
4.1772	5.4736	7.1379	8.1371	9.2655	11.974	15.407	25.196	40.565	64.359	100.71
4.5950	6.1304	8.1372	9.3576	10.748	14.129	18.488	31.243	51.923	84.954	136.97
5.0545	6.8660	9.2765	10.761	12.468	16.672	22.186	38.741	66.461	112.14	186.28
5.5599	7.6900	10.575	12.375	14.463	19.673	26.623	48.039	85.071	148.02	253.34
6.1159	8.6128	12.056	14.232	16.777	23.214	31.948	59.568	108.89	195.39	344.54
6.7275	9.6463	13.743	16.367	19.461	27.393	38.338	73.864	139.38	257.92	468.57
7.4002	10.804	15.668	18.822	22.574	32.324	46.005	91.592	178.41	340.45	637.26
8.1403	12.100	17.861	21.645	26.186	38.142	55.206	113.57	228.36	449.39	866.67
8.9543	13.552	20.362	24.891	30.376	45.008	66.247	140.83	292.30	593.20	1178.7
9.8497	15.179	23.212	28.625	35.236	53.109	79.497	174.63	374.14	783.02	1603.0
10.835	17.000	26.462	32.919	40.874	62.669	95.396	216.54	478.90	1033.6	2180.1
11.918	19.040	30.167	37.857	47.414	73.949	114.48	268.51	613.00	1364.3	2964.9
13.110	21.325	34.390	43.535	55.000	87.260	137.37	332.95	784.64	1800.9	4032.3
14.421	23.884	39.204	50.066	63.800	102.97	164.84	412.86	1001.3	2377.2	5483.9
15.863	26.750	44.693	57.575	74.009	121.50	197.81	511.95	1285.6	3137.9	7458.1
17.449	29.960	50.950	66.212	85.850	143.37	237.38	634.82	1645.5	4142.1	10143.
45.259	93.051	188.88	267.86	378.72	750.38	1469.8	5455.9	19427	66521	*
117.39	289.00	700.23	1083.7	1670.7	3927.4	9100.4	46890	*	*	*
304.48	897.60	2595.9	4384.0	7370.2	20555.	56348	*	*	*	*

**ПРОЦЕНТНИЙ ФАКТОР МАЙБУТНЬОЇ
ПРОЦЕНТНА**

Номер періоду	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
1	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
2	2.0100	2.0200	2.0300	2.0400	2.0500	2.0600	2.0700	2.0800	2.0900
3	3.0301	3.0604	3.0909	3.1216	3.1525	3.1836	3.2149	3.2464	3.2781
4	4.0604	4.1216	4.1836	4.2465	4.3101	4.3746	4.4399	4.5061	4.5731
5	5.1010	5.2040	5.3091	5.4163	5.5256	5.6371	5.7507	5.8666	5.9847
6	6.1520	6.3081	6.4684	6.6330	6.8019	6.9753	7.1533	7.3359	7.5233
7	7.2135	7.4343	7.6625	7.8983	8.1420	8.3938	8.6540	8.9228	9.2004
8	8.2857	8.5830	8.8923	9.2142	9.5491	9.8975	10.260	10.637	11.028
9	9.3685	9.7546	10.159	10.583	11.027	11.491	11.978	12.488	13.021
10	10.462	10.950	11.464	12.006	12.578	13.181	13.816	14.487	15.193
11	11.567	12.169	12.808	13.486	14.207	14.972	15.784	16.645	17.560
12	12.683	13.412	14.192'	15.026	15.917	16.870	17.688	18.977	20.141
13	13.809	14.680	15.618	16.627	17.713	18.882	20.141	21.495	22.953
14	14.947	15.974	17.086	18.292	19.599	21.015	22.550	24.215	26.019
15	16.097	17.293	18.599	20.024	21.579	23.276	25.129	27.152	29.361
16	17.258	18.639	20.157	21.825	23.657	25.673	27.888	30.324	33.003
17	18.430	20.012	21.762	23.698	25.840	28.213	30.840	33.750	36.974
18	19.615	21.412	23.414	25.645	28.132	30.906	33.999	37.450	4.1301
19	20.811	22.841	25.117	27.671	30.539	33.760	37.379	41.446	4.6018
20	22.019	24.297	26.870	29.778	33.066	36.786	40.995	45.762	51.160
21	23.239	25.783	28.676	31.969	35.719	39.993	44.865	50.423	56.765
22	24.472	27.299	30.537	34.248	38.506	43.392	49.006	55.457	62.873
23	25.716	28.845	32.453	36.618	41.430	46.996	53.436	60.893	69.532
24	26.973	30.422	34.426	39.083	44.502	50.816	58.177	66.765	76.790
25	28.243	32.030	36.459	41.646	47.727	54.865	63.249	73.106	84.701
26	29.526	33.671	38.553	44.312	51.113	59.156	68.676	79.954	93.324
27	30.821	35.344	40.710	47.084	54.669	63.706	74.484	87.351	102.72
28	32.129	37.051	42.931	49.968	58.403	68.528	80.698	95.339	112.97
29	33.450	38.792	45.219	52.966	62.323	73.640	87.347	103.97	124.14
30	34.785	40.568	47.575	56.085	66.439	79.058	94.461	113.28	136.31
40	48.886	60.402	75.401	95.026	120.80	154.76	199.64	259.06	337.88
50	64.463	84.579	112.80	152.67	209.35	290.34	406.53	573.77	815.08
60	81.670	114.05	163.05	237.99	353.58	533.13	813.52	1253.2	1944.8

* $FVIFA > 99,999$.

**ВАРТОСТІ АНУЇТЕТІВ.
СТАВКА**

10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	24%	28%	32%	36%
1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
2.1000	2.1200	2.1400	2.1500	2.1600	2.1800	2.2000	2.2400	2.2800	2.3200	2.3600
3.3100	3.3744	3.4396	3.4725	3.5056	3.5724	3.6400	3.7776	3.9184	4.0624	4.2096
4.6410	4.7793	4.9211	4.9934	5.0665	5.2154	5.3680	5.6842	6.0156	6.3624	6.7251
6.1051	6.3528	6.6101	6.7424	6.8771	7.1542	7.4416	8.0484	8.6999	9.3983	10.146
7.7156	8.1152	8.5355	8.7537	8.9775	9.4420	9.9299	10.980	12.136	13.406	14.799
9.4872	10.089	10.730	11.067	11.414	12.142	12.916	14.615	16.534	18.696	21.126
11.436	12.300	13.233	13.727	14.240	15.327	16.499	19.123	22.163	25.678	29.732
13.579	14.776	16.085	16.786	17.519	19.086	20.799	24.712	29.369	34.895	41.435
15.937	17.549	19.337	20.304	21.321	23.520	25.959	31.643	38.593	47.062	57.352
18.531	20.655	23.045	24.349	25.733	28.755	32.150	40.238	50.398	63.122	78.998
21.384	24.133	27.271	29.002	30.850	34.931	39.581	50.895	65.510	84.320	108.44
24.523	28.029	32.089	34.352	36.786	42.219	48.497	64.110	84.853	112.30	148.47
27.975	32.393	37.581	40.505	43.672	50.818	59.196	80.496	109.61	149.24	202.93
31.772	37.280	43.842	47.580	51.660	60.965	72.035	100.82	141.30	198.00	276.98
35.950	42.753	50.980	55.717	60.925	72.939	87.442	126.01	181.87	262.36	377.69
40.545	48.884	59.118	65.075	71.673	87.068	105.93	157.25	233.79	347.31	514.66
45.599	55.750	68.394	75.836	84.141	103.74	128.12	195.99	300.25	459.45	710.94
51.159	63.440	78.969	88.212	98.603	123.41	154.74	244.03	385.32	607.47	954.28
57.275	72.052	91.025	102.44	115.38	146.63	186.69	303.60	494.21	802.86	1298.8
64.002	81.699	104.77	118.81	134.84	174.02	225.03	377.46	633.59	1060.8	1767.4
71.403	92.503	120.44	137.63	157.41	206.34	271.03	469.06	812.00	1401.2	2404.7
79.543	104.60	138.30	159.28	183.60	244.49	326.24	582.63	1040.4	1850.6	3271.3
88.497	118.16	158.66	184.17	213.98	289.19	392.48	723.46	1332.7	2443.8	4450.0
98.347	133.33	181.87	212.79	249.21	342.60	471.98	898.09	1706.8	3226.8	6053.0
109.18	150.33	208.33	245.71	290.09	405.27	567.38	1114.6	2185.7	4260.4	8233.1
121.10	169.37	238.50	283.57	337.50	479.22	681.85	1383.1	2798.7	5624.8	11198.0
134.21	190.70	272.89	327.10	392.50	566.48	819.22	1716.1	3583.3	7425.7	15230.3
148.63	214.58	312.09	377.17	456.30	669.45	984.07	2129.0	4587.7	9802.9	20714.2
164.49	241.33	356.79	434.75	530.31	790.95	1181.9	2640.9	5873.2	1294.1	28172.3
442.59	767.09	1342.0	1779.1	2360.8	4163.2	7343.9	22729.	69377.	*	*
1163.9	2400.0	4994.5	7217.7	10436.	21813.	45497.	*	*	*	*
3034.8	7471.6	18535.	29220.	46058.	*	*	*	*	*	*

**ТЕПЕРІШНЯ ВАРТІСТЬ
СТАВКА**

Період	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	.9901	.9804	.9709	.9615	.9524	.9434	.9346	.9259	.9174
2	.9803	.9612	.9426	.9246	.9070	.8900	.8734	.8573	.8417
3	.9706	.9423	.9151	.8890	.8638	.8396	.8163	.7938	.7722
4	.9610	.9238	.8885	.8548	.8227	.7921	.7629	.7350	.7084
5	.9515	.9057	.8626	.8219	.7835	.7473	.7130	.6806	.6499
6	.9420	.8880	.8375	.7903	.7462	.7050	.6663	.6302	.5963
7	.9327	.8706	.8131	.7599	.7107	.6651	.6227	.5835	.5470
8	.9235	.8535	.7894	.7307	.6768	.6274	.5820	.5403	.5019
9	.9143	.8368	.7664	.7026	.6446	.5919	.5439	.5002	.4604
10	.9053	.8203	.7441	.6756	.6139	.5584	.5083	.4632	.4224
11	.8963	.8043	.7224	.6496	.5847	.5268	.4751	.4289	.3875
12	.8874	.7885	.7014	.6246	.5568	.4970	.4440	.3971	.3555
13	.8787	.7730	.6810	.6006	.5303	.4688	.4150	.3677	.3262
14	.8700	.7579	.6611	.5775	.5051	.4423	.3878	.3405	.2992
15	.8613	.7430	.6419	.5553	.4810	.4173	.3624	.3152	.2745
16	.8528	.7284	.6232	.5339	.4581	.3936	.3387	.2919	.2519
17	.8444	.7142	.6050	.5134	.4363	.3714	.3166	.2703	.2311
18	.8360	.7002	.5874	.4936	.4155	.3503	.2959	.2502	.2120
19	.8277	.6864	.5703	.4746	.3957	.3305	.2765	.2317	.1945
20	.8195	.6730	.5537	.4564	.3769	.3118	.2584	.2145	.1784
21	.8114	.6598	.5375	.4388	.3589	.2942	.2415	.1987	.1637
22	.8034	.6468	.5219	.4220	.3418	.2775	.2257	.1839	.1502
23	.7954	.6342	.5067	.4057	.3256	.2618	.2109	.1703	.1378
24	.7876	.6217	.4919	.3901	.3101	.2470	.1971	.1577	.1264
25	.7798	.6095	.4776	.3751	.2953	.2330	.1842	.1460	.1160
26	.7720	.5976	.4637	.3607	.2812	.2198	.1722	.1352	.1064
27	.7644	.5859	.4502	.3468	.2678	.2074	.1609	.1252	.0976
28	.7568	.5744	.4371	.3335	.2551	.1956	.1504	.1159	.0895
29	.7493	.5631	.4243	.3207	.2429	.1846	.1406	.1073	.0822
30	.7419	.5521	.4120	.3083	.2314	.1741	.1314	.0994	.0754
35	.7059	.5000	.3554	.2534	.1813	.1301	.0937	.0676	.0490
40	.6717	.4529	.3066	.2083	.1420	.0972	.0668	.0460	.0318
45	.6391	.4102	.2644	.1712	.1113	.0727	.0476	.0313	.0207
50	.6080	.3715	.2281	.1407	.0872	.0543	.0339	.0213	.0134
55	.5785	.3365	.1968	.1157	.0683	.0406	.0242	.0145	.0087

*The factor is zero to four decimal.

**ОДНІЄ ГРОШОВОЇ ОДИНИЦІ.
ДИСКОНТУ**

10 %	12 %	14 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	28 %	32 %	36 %
.9091	.8929	.8772	.8696	.8621	.8475	.8333	.8065	.7813	.7576	.7353
.8264	.7972	.7695	.7561	.7432	.7182	.6944	.6504	.6104	.5739	.5407
.7513	.7118	.6750	.6575	.6407	.6086	.5787	.5245	.4768	.4348	.3975
.6830	.6355	.5921	.5718	.5523	.5158	.4823	.4230	.3725	.3294	.2923
.6209	.5674	.5194	.4972	.4761	.4371	.4019	.3411	.2910	.2495	.2149
.5645	.5066	.4556	.4323	.4104	.3704	.3349	.2751	.2274	.1890	.1580
.5132	.4523	.3996	.3759	.3538	.3139	.2791	.2218	.1776	.1432	.1162
.4665	.4039	.3506	.3269	.3050	.2660	.2326	.1789	.1388	.1085	.0854
.4241	.3606	.3075	.2843	.2630	.2255	.1938	.1443	.1084	.0822	.0628
.3855	.3220	.2697	.2472	.2267	.1911	.1615	.1164	.0847	.0623	.0462
.3505	.2875	.2366	.2149	.1954	.1619	.1346	.0938	.0662	.0472	.0340
.3186	.2567	.2076	.1869	.1685	.1372	.1122	.0757	.0517	.0357	.0250
.2897	.2292	.1821	.1625	.1452	.1163	.0935	.0610	.0404	.0271	.0184
.2633	.2046	.1597	.1413	.1252	.0985	.0779	.0492	.0316	.0205	.0135
.2394	.1827	.1401	.1229	.1079	.0835	.0649	.0397	.0247	.0155	.0099
.2176	.1631	.1229	.1069	.0930	.0708	.0541	.0329	.0193	.0118	.0073
.1978	.1456	.1078	.0929	.0802	.0600	.0451	.0258	.0150	.0089	.0054
.1799	.1300	.0946	.0808	.0691	.0508	.0376	.0208	.0118	.0068	.0039
.1635	.1161	.0829	.0703	.0596	.0431	.0313	.0168	.0092	.0051	.0029
.1486	.1037	.0728	.0611	.0514	.0365	.0261	.0135	.0072	.0039	.0021
.1351	.0926	.0638	.0531	.0443	.0309	.0217	.0109	.0056	.0029	.0016
.1228	.0826	.0560	.0462	.0382	.0262	.0181	.0088	.0044	.0022	.0012
.1117	.0738	.0491	.0402	.0329	.0222	.0151	.0071	.0034	.0017	.0008
.1015	.0659	.0431	.0349	.0284	.0188	.0126	.0057	.0027	.0013	.0006
.0923	.0588	.0378	.0304	.0245	.0160	.0105	.0046	.0021	.0010	.0005
.0839	.0525	.0331	.0264	.0211	.0135	.0087	.0037	.0016	.0007	.0003
.0763	.0469	.0291	.0230	.0182	.0115	.0073	.0030	.0013	.0006	.0002
.0693	.0419	.0255	.0200	.0157	.0097	.0061	.0024	.0010	.0004	.0002
.0630	.0374	.0224	.0174	.0135	.0082	.0051	.0020	.0008	.0003	.0001
.0573	.0334	.0196	.0151	.0116	.0070	.0042	.0016	.0006	.0002	.0001
.0526	.0301	.0176	.0136	.0103	.0063	.0038	.0015	.0005	.0002	*
.0481	.0277	.0161	.0124	.0093	.0058	.0035	.0014	.0004	.0001	*
.0437	.0263	.0152	.0117	.0088	.0057	.0035	.0013	.0003	*	*
.0394	.0250	.0145	.0113	.0086	.0056	.0035	.0012	.0002	*	*
.0352	.0238	.0137	.0107	.0081	.0053	.0033	.0011	.0001	*	*
.0311	.0227	.0130	.0102	.0077	.0050	.0031	.0010	.0001	*	*
.0271	.0217	.0124	.0098	.0074	.0048	.0030	.0009	.0001	*	*
.0232	.0206	.0117	.0093	.0070	.0045	.0028	.0008	.0001	*	*
.0194	.0195	.0111	.0088	.0067	.0043	.0027	.0007	.0001	*	*
.0157	.0196	.0109	.0087	.0067	.0043	.0027	.0006	.0001	*	*
.0121	.0195	.0106	.0085	.0066	.0042	.0026	.0005	.0001	*	*
.0085	.0194	.0104	.0083	.0065	.0041	.0025	.0004	.0001	*	*
.0053	.0193	.0103	.0082	.0064	.0040	.0024	.0003	.0001	*	*

**ПРОЦЕНТНИЙ ФАКТОР ТЕПЕРІШНЬОЇ
СТАВКА**

Номер періоду	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %
1	0.9901	0.9804	0.9709	0.9615	0.9524	0.9434	0.9346	0.9259	0.9174
2	1.9704	1.9416	1.9135	1.8861	1.8594	1.8334	1.8080	1.7833	1.7591
3	2.9410	2.8839	2.8286	2.7751	3.7232	2.6730	2.6243	2.5771	2.5313
4	3.9020	3.8077	3.7171	3.6299	3.5460	3.4651	3.3872	3.3121	3.2397
5	4.8534	4.7135	4.5797	4.4518	4.3295	4.2124	4.1002	3.9927	3.8897
6	5.7955	5.6014	5.4172	5.2421	5.0757	4.9173	4.76655	4.6229	4.4859
7	6.7282	6.4720	6.2303	6.0021	5.7864	5.5824	5.3893	5.2064	5.0330
8	7.6517	7.3255	7.0197	6.7322	6.4632	6.2098	5.9713	5.7466	5.5348
9	8.5660	8.1622	7.7861	7.4353	7.1078	6.8017	6.5152	6.2469	5.9952
10	9.4713	8.9826	8.5302	8.1109	7.7217	7.3601	7.0236	6.7101	6.4177
11	10.3676	9.7868	9.2526	8.7605	8.3064	7.8869	7.4987	7.1390	6.8052
12	11.2551	10.5753	9.9540	9.3851	8.8633	8.3838	7.9427	7.5361	7.1607
13	12.1337	11.3484	10.6350	9.9856	9.3936	8.8527	8.3577	7.9038	7.4869
14	13.0037	12.1062	11.2961	10.5631	9.8986	9.2950	8.7455	8.2442	7.7862
15	13.8651	12.8493	11.9379	11.1184	10.3797	9.7122	9.1079	8.5595	8.0607
16	14.7179	13.5777	12.5611	11.6523	10.8378	10.1059	9.4466	8.8514	8.3126
17	15.5623	14.2919	13.1661	12.1657	11.2741	10.4773	9.7632	9.1216	8.5436
18	16.3983	14.9920	13.7535	12.6593	11.6896	10.8276	10.0591	9.3719	8.7556
19	17.2260	15.6785	14.3238	13.1339	12.0853	11.1581	10.3356	9.6036	8.9501
20	18.0456	16.3514	14.8778	13.5903	12.4622	11.4699	10.5940	9.8181	9.1285
21	18.8570	17.0112	15.4150	14.0292	12.8212	11.7641	10.8355	10.0168	9.2922
22	19.6604	17.6580	15.9369	14.4511	13.1630	12.0416	11.0612	10.2007	9.4424
23	20.4558	18.2922	16.4436	14.8568	13.4886	12.3034	11.2722	10.3711	9.5802
24	21.2434	18.9139	16.9355	15.2470	13.7986	12.5504	11.4693	10.5288	9.7066
25	22.0232	19.5235	17.4131	15.6221	14.0939	12.7834	11.6536	10.6748	9.8226
26	22.7952	20.1210	17.8768	15.9828	14.3752	13.0032	11.8258	10.8100	9.9290
27	23.5596	20.7069	18.3270	16.3296	14.6430	13.2185	11.9867	10.9352	10.0266
28	24.3164	21.2813	18.7641	16.6631	14.8981	13.4062	12.1371	11.0511	10.1161
29	25.0658	21.8444	19.1885	16.9837	15.1411	13.5907	12.2777	11.1584	10.1983
30	25.8077	22.3965	19.6004	17.2920	15.3725	13.7648	12.4090	11.2578	10.2737
33	29.4086	24.9986	21.4872	18.6646	16.3742	14.4982	12.9477	11.6546	10.5668
40	32.8347	27.3555	23.1148	19.7928	17.1591	15.0463	13.3317	11.9246	10.7574
45	36.0946	29.4902	24.5187	20.7200	17.7741	15.4558	13.6055	12.1084	10.8812
50	39.1961	31.4236	25.7298	21.4822	18.2559	15.7619	13.8007	12.2335	10.9617
55	42.1472	33.1748	26.7744	22.1086	18.6335	15.9905	13.9399	12.3186	11.0140

**ВАРТОСТІ АНУЇТЕТУ.
ДИСКОНТУ**

10 %	12 %	14 %	15 %	16 %	18 %	20 %	24 %	28 %	32 %
0.9091	0.8929	0.8772	0.8696	0.8621	0.8475	0.8333	0.8065	0.7813	0.7576
1.7355	1.6901	1.6467	1.6257	1.6052	1.5656	1.5278	1.4568	1.3916	1.3315
2.4869	2.4018	2.3216	2.2832	2.2459	2.1743	2.1065	1.9813	1.8684	1.7663
3.1699	3.0373	2.9137	2.8550	2.7982	2.6901	2.5887	2.4043	2.2410	2.0957
3.7908	3.6048	3.4331	3.3522	3.2743	3.1272	2.9906	2.7454	2.5320	2.3452
4.3553	4.1114	3.8887	3.7845	3.6847	3.4976	3.3255	3.0205	2.7594	2.5342
4.8684	4.5638	4.2883	4.1604	4.0386	3.8115	3.6046	3.2423	2.9370	2.6775
5.3349	4.9676	4.6389	4.4873	4.3436	4.0776	3.8372	3.4212	3.0758	2.7860
5.7590	5.3282	4.9464	4.7716	4.6065	4.3030	4.0310	3.5655	3.1842	2.8681
6.1446	5.6502	5.2161	5.0188	4.8332	4.4941	4.1925	3.6819	3.2689	2.9304
6.4951	5.9377	5.4527	5.2337	5.0286	4.6560	4.3271	3.7757	3.3351	2.9776
6.8137	6.1944	5.6603	5.4206	5.1971	4.7932	4.4392	3.8514	3.3868	3.0133
7.1034	6.4235	5.8424	5.5831	5.3423	4.9095	4.5327	3.9124	3.4272	3.0404
7.3667	6.6282	6.0021	5.7245	5.4675	5.0081	4.6106	3.9616	3.4587	3.0609
7.6061	6.8109	6.1422	5.8474	5.5755	5.0916	4.6755	4.0013	3.4834	3.0764
7.8237	6.9740	6.2651	5.9542	5.6685	5.1624	4.7296	4.0333	3.5026	3.0882
8.0216	7.1196	6.3729	6.0472	5.7487	5.2223	4.7746	4.0591	3.5177	3.0971
8.2014	7.2497	6.4674	6.1280	5.8178	5.2732	4.8122	4.0799	3.5294	3.1039
8.3647	7.3658	6.5504	6.1982	5.8775	5.3162	4.8435	4.0967	3.5386	3.1090
8.5136	7.4694	6.6231	6.2593	5.9288	5.3527	4.8696	4.1103	3.5458	3.1129
8.6487	7.5620	6.6870	6.3125	5.9731	5.3837	4.8913	4.1212	3.5514	3.1158
8.7715	7.6446	6.7429	6.3587	6.0113	5.4099	4.9094	4.1300	3.5558	3.1180
8.8832	7.7184	6.7921	6.3988	6.0442	5.4321	4.9245	4.1371	3.5592	3.1197
8.9847	7.7843	6.8351	6.4338	6.0726	5.4509	4.9371	4.1428	3.5619	3.1210
9.0770	7.8431	6.8729	6.4641	6.0971	5.4669	4.9476	4.1474	3.5640	3.1220
9.1609	7.8957	6.9061	6.4906	6.1182	5.4804	4.9563	4.1511	3.5656	3.1227
9.2372	7.9426	6.9352	6.5135	6.1364	5.4919	4.9636	4.1542	3.5669	3.1233
9.3066	7.9844	6.9607	6.5335	6.1520	5.5016	4.9697	4.1566	3.5679	3.1237
9.3696	8.0218	6.9830	6.5509	6.1656	5.5098	4.9747	4.1585	3.5687	3.1240
9.4269	8.0552	7.0027	6.5660	6.1772	5.5168	4.9789	4.1601	3.5693	3.1242
9.4442	8.1755	7.0700	6.6166	6.2153	5.5386	4.9915	4.1644	3.5708	3.1248
9.7791	8.2438	7.1050	6.6418	6.2335	5.5482	4.9966	4.1659	3.5712	3.1250
9.8628	8.2825	7.1232	6.6543	6.2421	5.5523	4.9986	4.1664	3.5714	3.1250
9.9148	8.3045	7.1327	6.6605	6.2463	5.5541	4.9995	4.1666	3.5714	3.1250
9.9471	8.3170	7.1376	6.6636	6.2482	5.5549	4.9998	4.1666	3.5714	3.1250

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 4

Визначення кількісного оцінювання зміни вартості грошей у часі є основою більшості фінансових розрахунків і математично-статистичних моделей, які використовуються у фінансовому менеджменті.

Зміну вартості грошей спричиняє сукупність факторів, які визначають рівень корисності грошей для їх власника в конкретний момент часу. При цьому більшість факторів зміни вартості грошей у часі сприяє саме зменшенню корисності грошей, що, у свою чергу, знижує поточну вартість грошей.

Основними причинами втрачання вартості грошей є:

- ризик зміни купівельної спроможності грошей (інфляція, дефляція);
- наявність ризику невиконання зобов'язань;
- надання переваги наявним грошам.

Відповідно, часова вартість грошей як результат впливу визначених вище факторів може розглядатися з позицій:

- теперішньої вартості майбутніх грошових потоків;
- майбутньої вартості грошей, які є у розпорядженні на поточний момент часу.

Основним об'єктом кількісної оцінки вартості грошей у часі є грошові потоки як результат проведення конкретних фінансових операцій або реалізації фінансових відносин. Відсоток є методологічною основою визначення вартості грошей у часі. У фінансових розрахунках залежно від порядку застосування відсотку щодо грошових потоків, які виникають між позичальником і капіталодавцем, можливе використання:

- простого процента;
- складного (нарощеного) процента.

Різноманітність задач щодо визначення зміни вартості грошей у часі можна звести у такі групи:

I. Компаундування — визначення майбутньої вартості грошей:

- 1.1. просте компаундування;
- 1.2. компаундування анuitетів або ренти:
 - компаундування звичайної (відстроченої) ренти (анuitетів);
 - компаундування авансової ренти (анuitетів).

II. Дисконтування — визначення поточної (теперішньої) вартості грошей:

- 2.1. просте дисконтування;
- 2.2. дисконтування анuitетів або ренти:
 - дисконтування звичайної (відстроченої) ренти (анuitетів);
 - дисконтування авансової ренти (анuitетів).

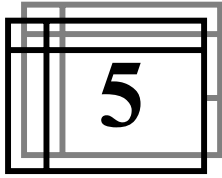
Застосовуючи математичний апарат для обрання того чи того варіанта вкладання грошових коштів, фінансовий менеджер повинен зважати також на обставини суб'єктивного характеру, які неможливо формалізувати в тій чи іншій фінансово-математичній моделі, зокрема, джерела виникнення початкового капіталу, репутація фірми тощо.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягає зміст і необхідність визначення вартості грошей у часі?
2. У яких випадках фінансовий менеджер повинен враховувати особливості впливу ефекту зміни вартості грошей у часі на фінансові процеси? Якими, на Вашу думку, є причини зміни вартості грошей?
3. Що є методологічною основою визначення вартості грошей у часі? У чому полягає різниця між простим і складним відсотком?
4. Яким є зв'язок між вартістю грошей у теперішньому та майбутньому часі? Дайте визначення процесам компаундування та дисконтування.
5. Назвіть типи завдань з визначення зміни вартості грошей у часі.
6. Які ви знаєте способи вирішення завдань щодо визначення зміни вартості грошей у часі?
7. Дайте визначення компаундуванню як одному з механізмів оцінювання часової вартості грошових потоків.
8. У чому сутність простого компаундування?
9. Дайте визначення ануїтету (ренти). У яких випадках визначення майбутньої вартості грошових потоків застосовується компаундування ануїтетів (ренти)? У чому різниця між звичайним та авансовим ануїтетом?
10. Який вигляд мають фінансово-математичні моделі простого компаундування, оцінки майбутньої вартості звичайного і авансового ануїтетів?
11. Дайте визначення дисконтуванню як одному з механізмів оцінювання часової вартості грошових потоків.
12. У чому сутність простого дисконтування?
13. У яких випадках застосування механізму простого дисконтування є недостатнім для оцінювання приведеної вартості майбутніх грошових потоків? У чому полягає зміст дисконтування ануїтетів?
14. Який вигляд мають фінансово-математичні моделі простого дисконтування, дисконтування звичайного та авансового ануїтетів?
15. Які обставини суб'єктивного характеру повинен також враховувати фінансовий менеджер, застосовуючи математичний апарат визначення вартості грошей у часі для обрання того чи іншого варіанта вкладання грошових коштів?

ЛІТЕРАТУРА

1. Бакаєв Л. О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями: навч. посібник / Л. О. Бакаєв. — К.: КНЕУ, 2000. — 151 с.
2. Васильченко І. П. Фінансова математика: Навчальний посібник / І. П. Васильченко, З. М. Васильченко. — К.: Кондор, 2007. — 184 с.
3. Григорків В.С. Фінансова математика: підручник / Григорків В.С., Ярошенко О. І., Нікіфоров П. О. — Чернівці: ЧНУ, 2011. — 488 с.
4. Долінський Л. Б. Фінансова математика: навч. посібник / Л. Б. Долінський. — К.: КНЕУ, 2009. — 265 с.
5. Долінський Л. Б. Фінансові обчислення та аналіз цінних паперів: Навч. посібник / Л. Б. Долінський. — К.: Майстер-Клас, 2005. — 192 с.
6. Пайк Р. Корпоративные финансы и инвестирование / Р. Пайк, Б. Нил.; [пер. с англ.]. — 4-е изд. — СПб.: Питер, 2006. — 784 с.
7. Четыркин Е. М. Финансовая математика / Е. М. Четыркин. — 4-е изд. — М.: Дело, 2004. — 400 с.



Розділ

УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ

Вивчивши матеріал розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- особливості формування і використання прибутку як об'єкта фінансового менеджменту;
- організацію та інструментарій управління прибутком підприємства;
- процес формування прибутку і фактори, що на нього впливають;
- сутність і зміст розподілу та використання прибутку;
- оперативне та стратегічне управління прибутком.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- визначати та оцінювати ефективність діяльності підприємства на основі формування прибутку;
- розробляти управлінські рішення про визначення впливу основних факторів на формування прибутку;
- обґрунтовувати оптимальні параметри оподаткування прибутку і його вплив на розподіл прибутку;
- приймати рішення про використання чистого прибутку на виплату дивідендів і його капіталізацію.

Основні терміни та поняття

Витрати підприємства
Дивіденди
Дивідендна політика підприємства
Доходи підприємства
Капіталізація прибутку
Нерозподілений прибуток
Податок на прибуток
Розподіл прибутку
Стратегія управління прибутком
Сукупний дохід
Фінансовий результат до оподаткування
Формування прибутку підприємства
Цінова політика підприємства
Чистий фінансовий результат

5.1. ПРИБУТОК ЯК ОБ'ЄКТ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Прибуток суб'єкта господарювання посідає особливе місце у системі управління його фінансами, а тому незмінно привертає значну увагу дослідників із академічних кіл і практиків фінансового менеджменту. Звичайно прибуток розглядається в трьох основних аспектах:

- прибуток як вираження результату фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання і винагорода за підприємницький ризик;
- прибуток як вираження ефективності управління операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю суб'єкта господарювання;
- прибуток як джерело самофінансування підприємства (при цьому чистий прибуток розглядається як недороге джерело фінансування потреби підприємства у капіталі і посідає основне місце у так званій *ієрархії фінансування*).

Особливості прибутку суб'єкта господарювання за кожним із зазначених напрямів визначають об'єктивну необхідність виділення у фінансовому менеджменті функціонально-організаційного блоку, спрямованого на управління прибутком підприємства з метою формування, підтримання і зростання конкурентоспроможності як у короткостроковому, так і в довгостроковому періодах і забезпечення доходу власників корпоративних прав такого підприємства.

Практичне вирішення завдань управління прибутком тісно пов'язане з іншими функціональними блоками фінансового менеджменту, зокрема з управлінням грошовими потоками, управлінням інвестиціями, фінансовим плануванням та прогнозуванням.

Однак *реалізація моделі управління прибутком* як функціонально-організаційного блоку управління фінансами підприємства має принципові особливості, що визначаються насамперед специфікою прибутку як об'єкта фінансового менеджменту.

Прибуток підприємства являє собою результуючий фінансовий показник, що унеможливорює його безпосереднє використання як прямого об'єкта управління і вимагає формування важелів впливу на величину прибутку через управління факторами його формування та використання.

Це дає змогу виділити ряд структурних елементів, які в результаті і формують цілісну систему управління прибутком підприємства (рис. 5.1):

- управління прибутком на етапі його формування, тобто управління доходами і витратами суб'єкта господарювання;
- управління прибутком на етапі його використання, тобто управління дивідендною політикою і капіталізація прибутку.

За таких умов постає питання про забезпечення узгодженості прийняття, підтримки і виконання управлінських фінансових рішень за окремими напрямками реалізації управління прибутком підприємства.

Організаційне вирішення цієї проблеми здійснюється в рамках обґрунтування мети і завдань управління прибутком суб'єкта господарювання, визначення доцільності використання різних методів управління прибутком для вирішення поставлених завдань.

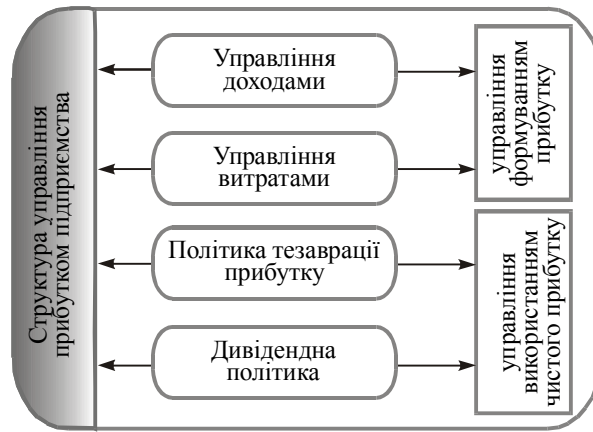


Рис. 5.1. Функціонально-організаційна структура управління прибутком суб'єкта господарювання

Системоутворюючими елементами моделі управління прибутком підприємства є мета та завдання такого управління, від чіткості формулювання яких залежить ефективність як моделі управління прибутком, так і фінансового менеджменту взагалі.

У теорії корпоративних фінансів прибуток суб'єкта господарювання розглядається як результат його діяльності та джерело створення ринкової вартості (рис. 5.2).

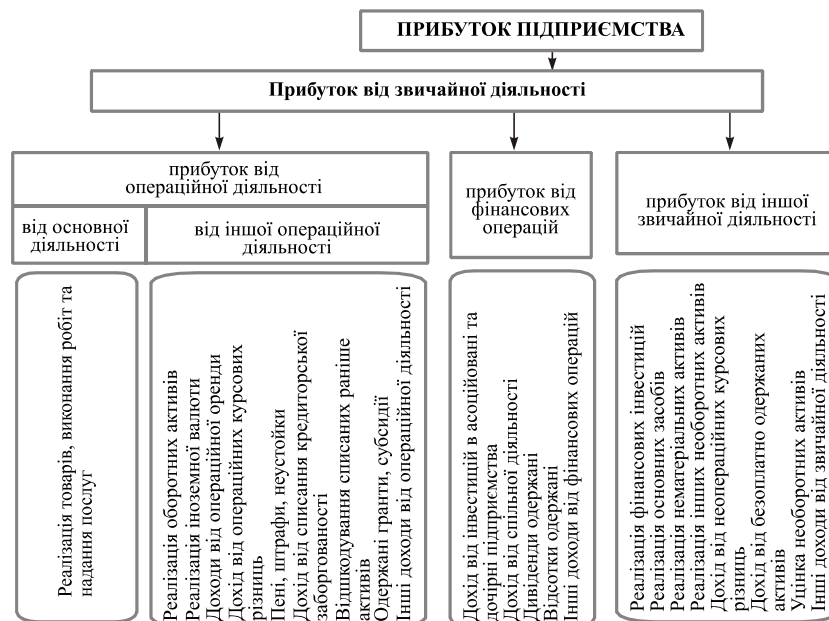


Рис. 5.2. Джерела формування прибутку підприємства

Виходячи з цього, метою управління прибутком підприємства — суб'єкта господарювання можна вважати забезпечення зростання абсолютної величини чистого прибутку і стабільності його формування у часі.

При цьому *прибуток* (і, відповідно, управління прибутком підприємства) розглядається як джерело створення достатку акціонерів (shareholdervalue) у формі грошових дивідендних виплат і максимізації ринкової вартості підприємства (його корпоративних прав).

Водночас на прибуток, отриманий у результаті фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, претендують й інші учасники корпоративних відносин. У зв'язку з цим мета управління прибутком підприємства трактується неоднозначно. Типовим прикладом двозначності трактування мети управління прибутком підприємства є *конфлікт принципал-агент* (зокрема, дивідендна політика підприємства, яка буде розглянута дещо пізніше). В умовах такого конфлікту, за теорією агентських відносин, будь-які управлінські фінансові рішення приймаються як компроміс між менеджерами і власниками підприємства.

Враховуючи неоднозначність трактувань різними учасниками корпоративних відносин, мети управління прибутком, її можна конкретизувати шляхом установлення дискретних (часткових) завдань щодо управління формуванням доходів і витрат підприємства.

Однак, перш ніж конкретизувати такі завдання, визначимо об'єкт управління прибутком підприємства. Оскільки прибуток підприємства є результатом його фінансово-господарської діяльності, то об'єктом управління прибутком має розглядатися сукупність фінансових відносин, які виникають у процесі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання з приводу трансформації доходу від зазначених видів діяльності в прибуток підприємства.

Об'єкт управління прибутком підприємства включає (рис. 5.3):

- *дохід від реалізації* продукції, товарів, надання послуг, виконання робіт;
- *покриття витрат*, що включають матеріальні витрати, оплату праці виробничого та управлінського персоналу, амортизаційні відрахування;
- *сплату податків та інших обов'язкових платежів*;
- *покриття процентних платежів* за позиками (витрат, пов'язаних із фінансовою діяльністю);
- *формування прибутку* до сплати податків;
- *сплату податків*, що здійснюється за рахунок прибутку;
- *формування чистого прибутку*;
- *виплату грошових дивідендів і тезаврацію прибутку*;
- *формування нерозподіленого прибутку*.

Функціональний зв'язок між окремими факторами формування чистого прибутку підприємства як об'єкта управління фінансами суб'єкта господарювання зображено на рис. 5.3 і 5.4.

На рис. 5.3 відображено порядок формування чистого прибутку підприємства за окремими етапами, які відображають черговість розподілу доходу підприємства під час його трансформації у чистий прибуток.

Слід зазначити, що виділені проміжні показники прибутку підприємства (прибуток до вирахування амортизації, процентів і податку на прибуток; прибуток до вирахування процентів і податку на прибуток; прибуток до вирахування податку на прибуток), відображаючи проміжні етапи формування чистого прибутку як основної цілі підприємства, широко використовуються для інформаційного і методологічного підтримання управлінських фінансових рішень.

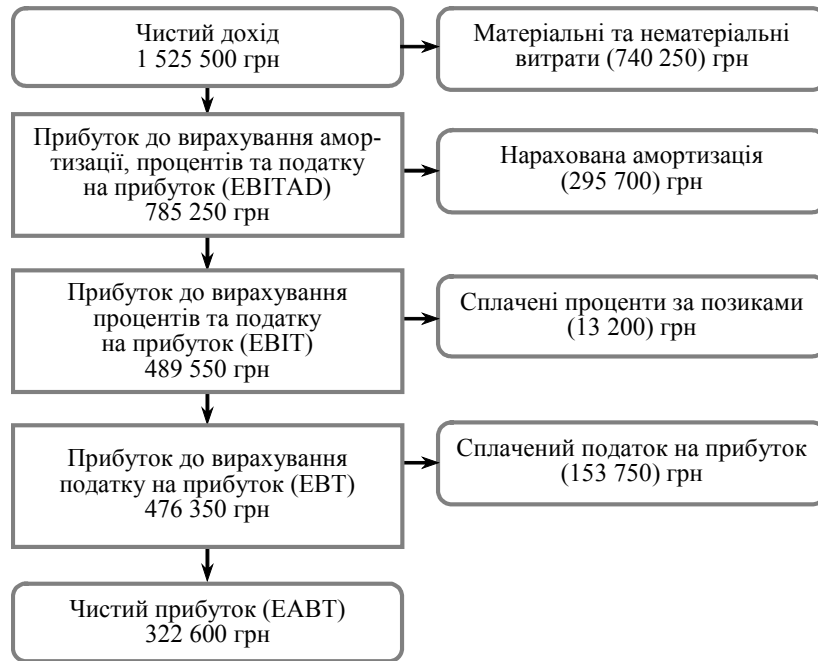


Рис. 5.3. Порядок формування чистого прибутку суб'єкта господарювання

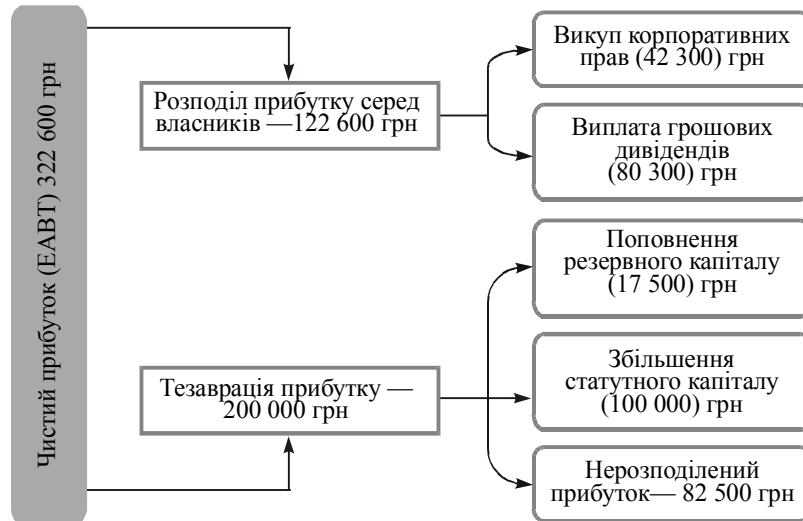


Рис. 5.4. Порядок використання чистого прибутку суб'єкта господарювання

На рис. 5.4 відображено *трансформацію чистого прибутку підприємства*, отриманого за звітний період за *основними напрямками фінансування* потреби суб'єкта господарювання у капіталі — грошові виплати власникам і тезаврація прибутку (самофінансування).

Відображене на рис. 5.3 і 5.4 структурування процесу формування та розподілу прибутку підприємства і визначення об'єкта управління прибутком під-

приємства дає змогу сформулювати *основні завдання* такого управління. Серед цих завдань необхідно виділити такі:

- забезпечення зростання абсолютної величини прибутку, збільшення частки прибутку від основної діяльності;
- забезпечення стабільності формування чистого прибутку;
- забезпечення прийняттого рівня рентабельності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- забезпечення пріоритетного фінансування інвестиційних проектів із позитивним NPV за рахунок внутрішніх джерел, насамперед прибутку;
- забезпечення оптимальних пропорцій розподілу прибутку шляхом досягнення компромісу між потребами дивідендної політики та політики тезаврації прибутку.

Визначені вище мета та орієнтовний перелік функціональних завдань управління прибутком суб'єкта господарювання дає змогу визначити основні *вимоги до процесу управління прибутком*, що виражаються у принципах побудови моделі управління прибутком і методологічного забезпечення прийняття та підтримки управлінських фінансових рішень. Необхідність адекватного врахування таких вимог у процесі формування моделі управління прибутком підприємства для забезпечення її загальної та часткової ефективності потребує розглянути ряд питань.

5.2. ОРГАНІЗАЦІЯ ТА ІНСТРУМЕНТАРІЙ УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ

Модель управління прибутком є індивідуальною для кожного підприємства. Індивідуальність такої моделі визначається потребою врахування особливостей його фінансово-господарської діяльності, специфіки ринкового середовища її реалізації. Водночас зазначена індивідуальність досягається шляхом використання загальних методів, принципів і прийомів — інструментарію управління прибутком, що є предметом подальшого розгляду в підручнику.

Так, забезпечення відповідності результатів управління прибутком підприємства встановленим критеріям ефективності досягається через дотримання у рамках її практичної реалізації сукупності вимог і певної процедури здійснення такого управління.

Загалом результативність моделі управління прибутком суб'єкта господарювання в ринковому середовищі безпосередньо залежить від адекватності інформаційно-методологічного забезпечення такої моделі, під яким необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів отримання, первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою забезпечення потреб планування і контролю процесу формування, розподілу і використання прибутку суб'єкта господарювання як показника ефективності його фінансово-господарської діяльності.

Ефективність управління прибутком може забезпечуватися насамперед через оптимізацію процесу управління відповідно до специфіки конкретного підпри-

ємства та обґрунтування доцільності використання окремих інструментів цього управління. Тому доцільно розглянути основні питання реалізації моделі управління прибутком суб'єкта господарювання:

- 1) стратегія управління прибутком підприємства;
- 2) індикатори управління прибутком;
- 3) фінансові рішення в контексті управління прибутком.

Управління прибутком як на стадії формування, так і на стадії розподілу і використання пов'язані з ризиками — операційними, фінансовими та інвестиційними. Загальні вимоги до управління ризиками та їх урахування у процесі управління фінансами підприємства розглядаються у розд. 9.

Зупинимось на зазначених питаннях детальніше.

5.2.1. Стратегія управління прибутком

Ключовим елементом організації та реалізації моделі управління прибутком суб'єкта господарювання є визначення *стратегії управління*. Загалом *стратегія* являє собою узагальнюючу сукупність окремих, взаємопов'язаних дій, реалізація яких є необхідною для досягнення встановлених довгострокових цілей у межах підконтрольних управління ресурсів шляхом їх координації та розподілу. Виходячи з цього визначення стратегії управління прибутком підприємства, її можна охарактеризувати як формалізовану сукупність критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень щодо управління прибутком підприємства, дотримання яких забезпечує виконання завдань і досягнення цілей, визначених корпоративною стратегією підприємства.

Відповідно, стратегія дає змогу визначити особливості та ключові параметри формування і реалізації моделі управління прибутком на конкретному підприємстві виходячи зі специфіки його фінансово-господарської діяльності.

Під моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання необхідно розуміти *сукупність фінансово-правових і організаційно-технічних методів і прийомів прогнозування, планування та контролю за формуванням доходів підприємства для забезпечення підтримки достатнього рівня прибутковості суб'єкта господарювання у довгостроковій перспективі, а також для досягнення інших цілей, визначених корпоративною стратегією*.

При цьому ключовим індикатором управління прибутком виступають показники прибутковості (рентабельності) як такі, що відображають рівень відносної ефективності результатів фінансово-господарської діяльності підприємства порівняно з витратами, пов'язаними з отриманням таких результатів (наприклад, рентабельність активів, прибутковість інвестицій; прибутковість акцій, прибутковість власного капіталу).

Необхідно звернути увагу, що прибуток безпосередньо не є об'єктом управління. Управління прибутком передбачає насамперед реалізацію обґрунтованого впливу на факторні показники формування прибутку суб'єкта господарювання — доходів і витрат.

Отже, модель управління прибутком суб'єкта господарювання має включати сукупність логічно цілісних і взаємопов'язаних функціонально-організаційних блоків, а саме:

- управління затратами;

- управління доходами;
- управління розподілом прибутку.

Кожен із цих блоків вирішує специфічні завдання, однак прийняття управлінських фінансових рішень за кожним із визначених напрямів має підпорядковуватися єдиній меті — стратегії управління прибутком, яка розроблена на даному підприємстві.

Ця стратегія має враховувати об'єктивні фактори її реалізації:

- прибуток є результатом активної фінансово-господарської діяльності підприємства, що визначає необхідність управління його формуванням;
- ефективне управління прибутком вимагає узгодження управлінських рішень з іншими напрямками фінансового менеджменту;
- управління прибутком потребує належного інформаційного забезпечення прийняття, підтримання і супроводження управлінських фінансових рішень;
- забезпечення двостороннього зв'язку між суб'єктами прийняття управлінських рішень і суб'єктами їх виконання.

Доцільність використання у таких умовах різних методів управління визначається специфікою фінансово-господарської діяльності підприємства, його корпоративною і фінансовою стратегіями. Таким чином, форми реалізації стратегії управління прибутком на різних підприємствах мають певні особливості та відмінності, що пояснюється необхідністю врахування поряд із об'єктивними факторами сукупності факторів фінансово-господарської діяльності конкретного підприємства.

Зважаючи на особливості формування прибутку підприємства, можна визначити основні дискретні варіанти (концепції) обґрунтування стратегії управління ним:

- *агресивна (наступальна) стратегія* — забезпечення збільшення абсолютної величини прибутку підприємства шляхом максимізації рівня доходів підприємства в результаті збільшення виручки від реалізації товарів, робіт і послуг (наприклад, стимулюванням збуту, підвищенням ціни тощо) — забезпечення зростання доходів підприємства за порівняно стабільного рівня витрат;
- *захисна стратегія* — забезпечення контролю витрат зі збільшення прибутку суб'єкта господарювання як різниці між абсолютною величиною доходів і витрат (слід зауважити, що така стратегія ефективна у довгостроковій перспективі, оскільки у короткостроковому періоді підприємство, як правило, не може суттєво зменшити рівень витрат).

Водночас практична організація моделі управління прибутком підприємства виключно на основі застосування принципів однієї з наведених вище концепцій є проблематичною, а таке управління не матиме значного позитивного ефекту ні в короткостроковому, ні в довгостроковому періодах. Тому для уникнення недоліків кожної з концепцій і реалізації їх переваг підприємству доцільно розробляти власний (проміжний) варіант стратегії управління прибутком як виважений компроміс між агресивною і захисною стратегіями — *диверсифіковану стратегію*.

Кожний із дискретних альтернатив формалізації стратегії управління прибутком передбачає використання специфічних методів управління, основні з яких будуть розглянуті у відповідних частинах даного розділу.

5.2.2. Індикатори управління прибутком підприємств

Модель управління прибутком здійснюється на основі прийняття, підтримання і виконання управлінських фінансових рішень у процесі реалізації функцій планування та управління. Цю процедуру зображено на рис. 5.5.

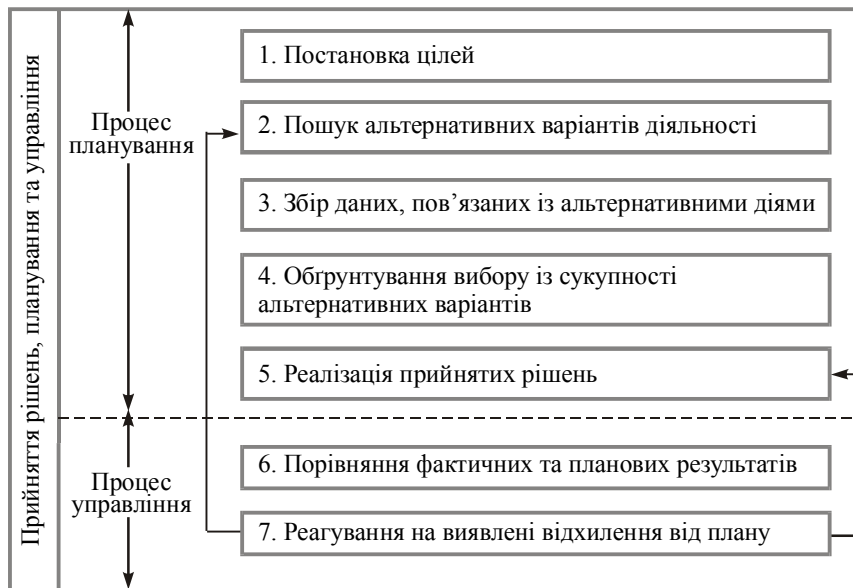


Рис. 5.5. Процес прийняття та супроводження управлінських фінансових рішень

Слід звернути увагу на ряд особливостей управління прибутком підприємства порівняно з іншими об'єктами фінансового менеджменту, зокрема:

— об'єктом управління в моделі є не факторний, а результуючий показник — прибуток як результат взаємодії витрат суб'єкта господарювання та його доходів;

— модель управління прибутком цілісно інтегрує інші функціонально-організаційні блоки фінансового менеджменту (наприклад, фінансове планування, бюджетування, управління дебіторською заборгованістю, управління інвестиціями та ін.);

— прибуток підприємства є основним джерелом самофінансування суб'єкта господарювання (внутрішнє джерело формування власного капіталу);

— прибуток є джерелом забезпечення доходів власників підприємства;

— у процесі управління прибутком широко використовуються методи фінансового контролінгу (наприклад, *CVP*-аналіз, *ABC*-аналіз, *XYZ*-аналіз та ін.).

Специфіка управління прибутком підприємства, прийняття фінансових рішень щодо управління формуванням його доходів і витрат вимагають враховувати такі фактори:

- причина (вид і характер операції; належність їх до операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності) і джерело (у розрізі центрів доходів) формування

доходу підприємства, що визначає здійснення господарської операції суб'єкта господарювання (або їх сукупності), у результаті якої і формуються доходи підприємства;

- причина (вид і характер операції; належність до операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності), що визначає формування абсолютної величини і структури витрат підприємства у результаті виконання підприємством господарської операції (або їх сукупності);

- ідентифікація і структурування витрат підприємства за центрами їх формування та видами таких витрат (див. рис. 5.11), спрямованих на інформаційне і методологічне забезпечення управління прибутком через оптимізацію величини витрат;

- фактори трансформації доходу підприємства (насамперед виручки від реалізації) у прибуток, прибутку — у ринкову вартість підприємства і формування доходів власників його корпоративних прав;

- напрями розподілу прибутку, що визначається необхідністю фінансового забезпечення потреби підприємства у капіталі і потреб його дивідендної політики;

- кількісні показники прибутковості (рентабельності), що відображають ефективність фінансового менеджменту і господарської діяльності підприємства.

Важливим аспектом здійснення управлінських фінансових рішень є інформаційне забезпечення моделі управління прибутком підприємства.

Зважаючи на важливу роль, яку відіграє інформаційне забезпечення для фінансового менеджменту, а також на об'єктивну *необхідність публічного звітування* суб'єкта господарювання перед іншими економічними агентами через оприлюднення фінансової звітності, доцільно детально розглянути особливості формування фінансової звітності, її вплив на модель управління прибутком суб'єкта господарювання і здійснити порівняння фінансового й управлінського обліку.

До *фінансової звітності* суб'єктів господарювання відносять:

- 1) баланс (звіт про фінансовий стан);
- 2) звіт про фінансові результати (звіт про сукупний дохід);
- 3) звіт про рух грошових коштів;
- 4) звіт про власний капітал;
- 5) примітка до фінансової звітності.

У моделі управління прибутком суб'єкта господарювання основне значення має *Звіт про фінансові результати*, у якому відображаються основні параметри формування прибутку суб'єкта господарювання за звітний період, а також *Баланс* і *Примітки до фінансової звітності*.

Слід зауважити, що фінансова звітність має двояке значення для моделі управління прибутком суб'єкта господарювання.

По-перше, інформація фінансових звітів є основою для проведення ретроспективного аналізу фінансових результатів господарської діяльності підприємства та фінансово-математичного обґрунтування тенденцій і трендів, а також прогнозування та планування основних фінансових показників господарської діяльності цього підприємства.

По-друге, фінансова інформація, відображена у публічній звітності, є доступною для зовнішніх користувачів і може використовуватися ними в оцінюванні результативності управління прибутком підприємства і його фінансового менеджменту, що пов'язано з проблемою інформаційної прозорості фінансово-

господарської діяльності (не завжди підприємство охоче йде на оприлюднення окремих фінансових даних про господарську діяльність), у тому числі використання дозволених методів управління інформацією, що підлягає оприлюдненню в публічній фінансовій звітності.

Проблема інформаційної прозорості господарської діяльності підприємства взагалі та моделі управління прибутком зокрема визначають форму узгодження та зіставлення *фінансового та управлінського обліку*, а також їх *узгодження із фінансовим контролінгом* на підприємстві.

До того ж, як правило, на підприємстві провадиться як фінансовий, так і управлінський облік, що є об'єктивною необхідністю та у жодному разі не може розглядатися як порушення правових норм.

Загалом фінансовий і управлінський облік використовується підприємством у вирішенні різних завдань, хоча і базуються при цьому на єдиній інформаційній базі та спільних методах і технологіях.

Фінансовий облік — вирішує питання зведення, обробки, оптимізації та підготовки фінансової інформації щодо господарської діяльності підприємства для оприлюднення через публічну звітність.

Управлінський облік спрямований на інформаційне забезпечення фінансово-го менеджменту (у тому числі моделі управління прибутком) достовірною, повною та оперативною інформацією про основні параметри фінансово-господарської діяльності.

5.2.3. Обґрунтування фінансових рішень у контексті управління прибутком

Розглядаючи планування як функцію управління прибутком підприємства, необхідно зазначити, що останнім часом спостерігається чітка тенденція до зміщення акцентів з традиційної форми організації менеджменту на **поопераційний (функціональний) менеджмент — АВМ** (Activity-based Management, далі — АВМ).

Головною особливістю АВМ є вивчення фінансово-господарської діяльності підприємства за відособленими напрямками операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, що забезпечує повну ідентифікацію доходів і витрат за цими напрямками. При цьому АВМ дає змогу фінансовим менеджерам і відповідним службам підприємства вирішити такі питання:

- з'ясувати можливості підвищення ефективності діяльності підприємства;
- визначити та відособити види чи напрямки діяльності суб'єкта господарювання, що не створюють вартості;
- встановити черговість забезпечення фінансовими, матеріальними, трудовими та іншими видами ресурсів окремих напрямів діяльності підприємства за критерієм максимізації прибутку (вартості ринкової капіталізації підприємства чи достатку акціонерів).

Підприємству необхідно, зважаючи на світовий досвід, поєднувати функціональні можливості АВМ і вартісного менеджменту — **ВВМ** (Value-based Management, далі — ВВМ). У цьому разі функціональний розподіл напрямів господарської діяльності підприємства спрямований на визначення основних джерел створення вартості підприємства, і як наслідок — достатку акціонерів.

При цьому досягається ув'язка прибутку підприємства і його ринкової вартості як основних показників ефективності підприємницької діяльності. Серед основних фінансових індикаторів, що можуть використовуватися і використовуються на середніх і великих підприємствах для обґрунтування фінансових рішень щодо управління прибутком, можна виділити такі.

- **Економічна вартість додана** — EVA (Economic Value Added):

$$EVA = (ROA - WACC) \cdot TA = EAIT - WACC \cdot CE, \quad (5.1)$$

де ROA — рентабельність активів; $WACC$ — середньозважена вартість капіталу; TA — сукупні активи; $EAIT$ — прибуток підприємства після сплати процентів і податку на прибуток (операційний прибуток); CE — сукупний капітал.

Вказаний показник дозволяє оцінити рівень ефективності фінансового менеджменту з позицій трансформації прибутку підприємства в його ринкову вартість. Розробники показника пропонують використовувати його для оцінки ефективності діяльності підприємства з позицій визначення його інвестиційної привабливості для ринкового інвестора — тобто використання показника розраховано на публічні компанії середніх та великих розмірів.

Однак практика використання показника європейськими і північно-американськими компаніями дає змогу рекомендувати його для оцінки порівняльної ефективності альтернативних проектів, господарських операцій як на ринку, так і у рамках окремого підприємства, незважаючи при цьому на розміри такого підприємства.

Єдина вимога до ефективного використання розглянутого показника — адекватна оцінка середньозваженої вартості капіталу ($WACC$) підприємства.

- **Ринкова вартість додана** — MVA (Market Value Added):

$$MVA = TMV - CE = MV_e + MV_d - CE, \quad (5.2)$$

де TMV — сукупна ринкова вартість; MV_e — ринкова капіталізація; MV_d — ринкова вартість зобов'язань; CE — сукупний капітал.

Наведений показник відображає порядок формування ринкової премії, яка відповідає ефективності організації фінансового менеджменту взагалі та управління прибутком зокрема.

Використання показника ринкової вартості доданої є поширеним у Західній Європі та США і виправдане у разі необхідності проведення аналізу впливу певного напрямку діяльності підприємства (інвестиційного проекту і/або окремої господарської діяльності) на зростання ринкової вартості підприємства у поточному та перспективному періодах.

Адекватне використання даного показника потребує наявності ринкових даних про вартість підприємства і його корпоративних прав. Разом з тим доцільно використовувати даний показник як критерій прийняття управлінських фінансових рішень фінансовими менеджерами тих підприємств, що орієнтуються на ринок капіталу, зокрема — на ринок інструментів власності (акціонерні товариства) і ринок боргових інструментів (емітенти корпоративних облігацій).

- **Грошова вартість додана** — CVA (Cash Value Added):

$$CVA = (FCF + Interests) - WACC \cdot CE, \quad (5.3)$$

де *FCF* — грошовий потік до фінансування — Free Cash Flow; *WACC* — середньозважена вартість капіталу підприємства; *Interests* — процентні платежі підприємства за зобов'язаннями; *CE* — сукупний капітал підприємства.

Управління прибутком тісно пов'язане з іншими напрямками фінансового менеджменту і насамперед — з управлінням грошовими потоками. Такий зв'язок визначає об'єктивну необхідність узгодження управлінських рішень щодо грошових потоків і формування та використання прибутку.

Це узгодження може досягатися різними методами (аналізом показників ліквідності, рентабельності та оборотності, проведенням комплексного аналізу). Однак з урахуванням практики західноєвропейських і американських, а також позитивного досвіду вітчизняних суб'єктів господарювання таке узгодження доцільно здійснювати з паралельним використанням показника грошової вартості доданої.

Позитивна величина грошової вартості доданої, що генерується підприємством (інвестиційним проектом чи окремою господарською операцією), свідчить про пріоритетність її виконання виходячи зі стандартної альтернативної можливості, яка пропонується ринками капіталу і грошей.

Загалом запропоновані вище показники доцільно використовувати для обґрунтування фінансових управлінських рішень з ряду напрямів, що дозволить, зокрема, забезпечити мінімізацію втрачених можливостей підприємства під час формування прибутку і вибір найоптимальніших варіантів розвитку підприємства в умовах невизначеності і ринкової конкуренції, у тому числі на глобальних ринках.

Розглянемо наведений процес управління прибутком на такому прикладі.

Приклад 5.1. Порівняємо економічну ефективність двох проектів (А і Б), що передбачають виробництво та реалізацію на ринку подібних продуктів.

Показник	Проект А			Проект Б		
	товар 1	товар 2	усього	товар 1	товар 2	усього
Обсяг реалізації, тис. шт.	15,0	10,5	—	21,7	15,7	—
Ціна одиниці виробу, грн	12,0	8,0	—	11,5	7,7	—
Виручка від реалізації, тис. грн	180,0	84,0	270,0	249,55	120,89	370,44
Операційна маржа, %	20,0	25,0	21,6	18,0	16,0	17,3
Операційний прибуток, тис. грн	36,0	21,0	57,0	44,92	19,34	64,26
Чистий прибуток, тис. грн	27,0	15,75	42,75	33,69	14,51	48,20
Сума залученого капіталу, тис. грн	200,0	150,0	350,0	100,0	100,0	200,0
Середньозважена вартість капіталу, %	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Витрати на обслуговування капіталу, тис. грн	20,0	15,0	35,0	10,0	10,0	20,0
EVA, тис. грн	7,0	0,75	7,75	23,69	4,51	28,20

Вхідні дані про проекти, які аналізуються, дають змогу оцінити операційну ефективність проекту А, який забезпечує вищу операційну маржу (частку при-

бутку в 1 грн реалізованої продукції). Прибутковість обох проектів як класичний показник ефективності перебуває приблизно на однаковому рівні (57 і 64 тис. грн), що свідчить про рівнозначність проектів.

Однак ефективніше використання капіталу на основі проекту Б дає змогу говорити про його значно вищу альтернативну ефективність за критерієм *EVA* (у чотири рази). Крім того, аналіз результатів виробництва продукту 2 за проектом А свідчить про недоцільність його виробництва, оскільки альтернативна вартість капіталу, що використовується для забезпечення його виробництва, практично рівна прибутку від реалізації виробленого продукту.

Розглянемо особливості реалізації планування прибутку за окремими напрямами моделі управління прибутком підприємства — *формування доходів підприємства, формування витрат підприємства і використання прибутку.*

5.3. УПРАВЛІННЯ ФОРМУВАННЯМ ДОХОДІВ

Управління формуванням прибутку включає два основні напрями — управління доходами та управління затратами, балансування яких у результаті і визначає формування абсолютної величини прибутку суб'єкта господарювання (рис. 5.6).

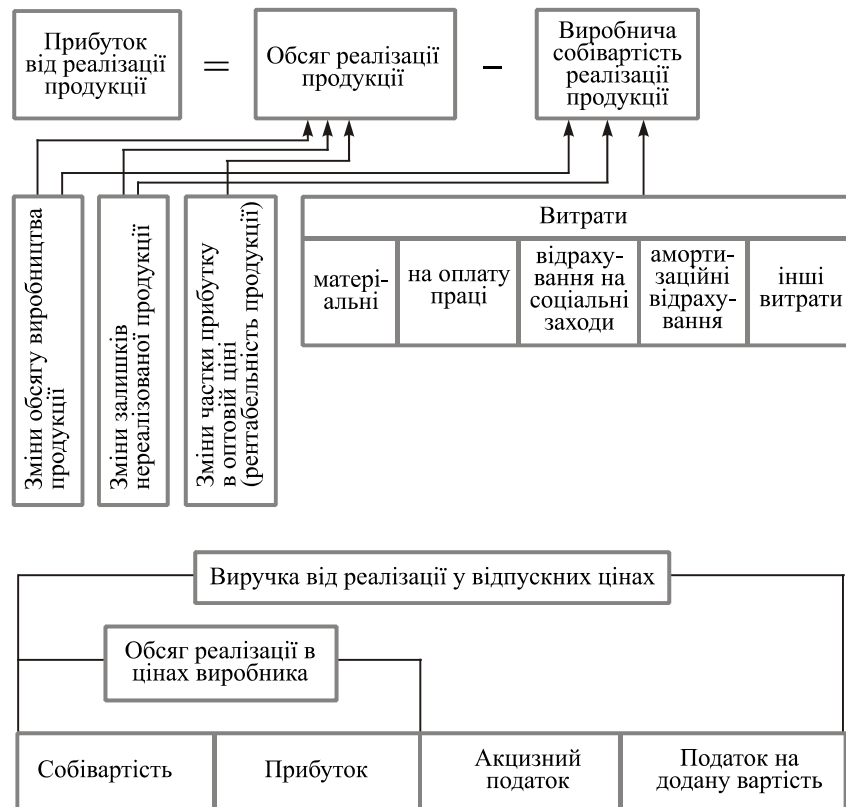


Рис. 5.6. Формування прибутку підприємства від основної діяльності

Формування доходів суб'єкта господарювання здійснюється за такими складовими, у розрізі яких і формуються окремі складові сукупного прибутку суб'єкта господарювання:

- *доходи від основної діяльності*, що включають насамперед дохід від реалізації продукції, товарів, робіт і послуг;
- *доходи від іншої операційної діяльності*, яка включає дохід від реалізації оборотних активів, реалізації курсових різниць, оренди, отримані штрафи, пені, неустойки, списання зобов'язань та ін.;
- *доходи від фінансових операцій*, які формуються за рахунок отримання доходів від вкладень в асоційовані та дочірні підприємства, спільної діяльності, доходи від портфельного інвестування (дивіденди, процентні платежі) та ін.;
- *доходи від іншої звичайної діяльності*, що визначаються формуванням доходів від фінансових інвестицій (реалізований капітальний дохід), реалізації (ліквідації) необоротних активів, безоплатно одержаних активів.

Зважаючи на особливості наведених вище джерел формування сукупного доходу підприємства, можна визначити такі завдання управління його доходами:

- збільшення абсолютної величини доходів підприємства в цілому та за окремими джерелами їх формування;
- збільшення у структурі доходів підприємства частки чистого доходу;
- забезпечення стабільності надходження доходів, а також обмеження впливу на формування доходів підприємства надзвичайних подій, прогнозування та оцінювання впливу яких є проблематичним;
- забезпечення зростання у структурі чистого доходу підприємства доходів, отриманих від основної діяльності;
- прискорення отримання доходів шляхом зменшення проміжку часу між їх формальним визнанням (момент визнання доходів з метою оподаткування — за першою подією) і реальним отриманням (момент надходження грошових коштів від контрагента).

Відповідно до визначених вище завдань управління доходами підприємства можна сформулювати основний зміст управлінської діяльності фінансових служб підприємства та їх менеджерів щодо управління формуванням його доходів:

- забезпечення своєчасності і повноти формування доходів підприємства;
- виявлення резервів збільшення доходів підприємства та загроз скорочення доходів з метою їх уникнення;
- забезпечення об'єктивності, достовірності та повноти локалізації планових і/або отриманих доходів підприємства за центрами їх формування з метою інформаційного забезпечення прийняття управлінських фінансових рішень;
- оцінювання результативності діяльності центрів доходів з позицій їх формування та отримання, визначення рівня відповідності результатів діяльності окремих центрів доходів плановим величинам;
- аналіз складу та структури доходів підприємства за такими критеріями:
 - відповідно до центрів доходів;
 - у розрізі структурних підрозділів підприємства;
 - за видами продукції (робіт, послуг);
 - у цілому по підприємству;
- прогнозування тенденцій до формування доходів підприємства у плановому і перспективному періодах та їх планування.

Важливим завданням фінансового менеджменту на підприємстві є забезпечення стабільності формування його доходів у розмірі, не меншому за розмір його витрат, що дає змогу забезпечити беззбитковість діяльності підприємства. Ефективність і результативність формування доходів суб'єкта господарювання як складової моделі управління його прибутком безпосередньо залежить від адекватності фінансового забезпечення цінової політики суб'єкта господарювання реаліям ринку, на якому працює підприємство.

Зважаючи, що джерела формування доходів підприємства включають відмінну сукупність господарських операцій, які мають фінансові характеристики, доцільно детальніше зупинитися на таких джерелах окремо.

Доходи суб'єкта господарювання від основної діяльності формуються через отримання виручки від продажу товарів, робіт і послуг. Відповідно, управління цими доходами має враховувати потреби супроводження і підтримки управлінських фінансових рішень щодо таких питань — визначення обсягів реалізації (у натуральних одиницях виміру) та формування цінової політики підприємства.

Формування обсягів реалізації підприємства у натуральних вимірах є результатом взаємодії його як постачальника товару і ринкового попиту певної сукупності споживачів, на рівень якого, зокрема, впливають такі фактори:

- якість продукції підприємства та аналогічної продукції підприємств-конкурентів;
- унікальність товару і наявність на ринку товарів-замінників;
- конкурентна позиція підприємства на ринку;
- маркетингова діяльність підприємства з просування окремих видів товарів, що виробляються підприємством;
- реклама продукції підприємства;
- гарантійне та постгарантійне обслуговування;
- наявність і рівень цін на супутні товари.

Поряд із вказаними факторами формування ринкового попиту на продукцію підприємства, обсяги її реалізації безпосередньо залежать і від цінової політики, оскільки ціни на продукцію підприємства є важливим чинником формування ринкового попиту.

Цінова політика суб'єкта господарювання — визначає особливості формування доходів такого підприємства і є невід'ємним елементом моделі управління його прибутком.

Загалом під ціновою політикою суб'єкта господарювання треба розуміти процедуру обґрунтування масштабу цін на його продукцію (товари, роботи, послуги) і критеріїв її застосування щодо конкретних категорій покупців. Отже, цінова політика може виконувати такі функції:

- масштаб цін використовується як індикатор для фінансового планування, зокрема планування грошових потоків підприємства для розрахунку планового бюджету грошових потоків і планування ліквідності;
- сприяння формуванню сталого контингенту клієнтів підприємства;
- формування конкурентної позиції підприємства на ринку його продукції (робіт, послуг);
- сприяння скороченню терміну інкасації дебіторської заборгованості.

При цьому *масштаб цін підприємства* включає базову (основну) ціну, а також систему знижок (націнок), яка застосовується залежно від специфічних

умов укладання контрактів із конкретними покупцями. Система знижок (націнок) має враховувати такі специфічні умови і характеристики покупця, як установленість господарських зв'язків із таким споживачем, часові характеристики виконання контракту, особливості проведення грошових розрахунків за контрактом та інші умови.

Важливим елементом цінової політики підприємства в моделі управління прибутком є визначення ціни продукції суб'єкта господарювання.

Для потреб управління прибутком використовують сукупність показників, що характеризують і визначають абсолютну величину ціни продукції суб'єкта господарювання (див. формули 5.4 і 5.5), у тому числі:

- собівартість одиниці продукції:
 - величина умовно-змінних витрат на одиницю продукції;
 - величина умовно-постійних витрат на одиницю продукції;
- прибуток на одиницю продукції;
- ціна виробника одиниці продукції;
- відпускна ціна одиниці продукції.

Виокремлення ряду показників, що характеризують структуру ціни продукції підприємства, здійснюється з метою інформаційного забезпечення фінансового менеджменту у частині аналізу та прийняття управлінських фінансових рішень, а взаємозв'язок між такими фінансовими показниками відображено на рис. 5.7.

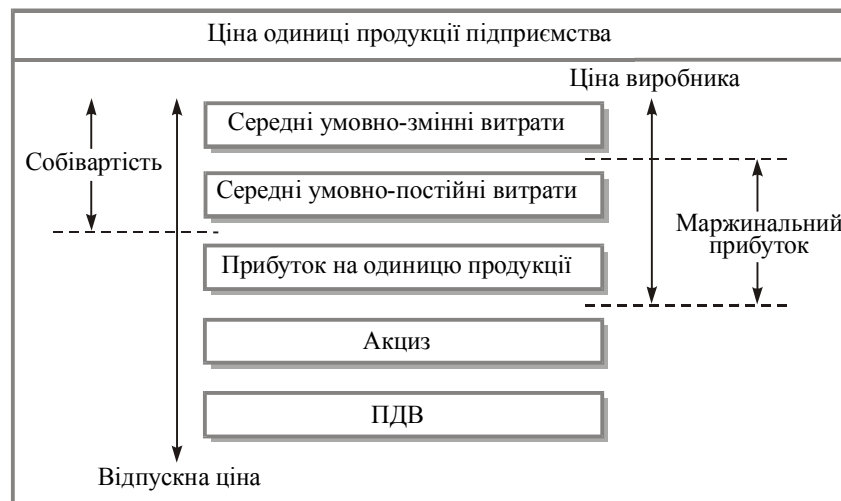


Рис. 5.7. Ціна одиниці продукції підприємства

Ціна виробника продукції підприємства — це показник, на основі якого визначається грошовий потік, кошти від якого надходять у повне розпорядження суб'єкта господарювання.

Величина цих коштів визначається множенням ціни виробника одиниці продукції на обсяг реалізації у натуральному вираженні. За рахунок такого грошо-

вого потоку підприємство покриває витрати, пов'язані з виготовленням і реалізацією продукції, та формує прибуток:

$$P' = C + I, \quad (5.4)$$

де P' — ціна виробника одиниці продукції підприємства; C — собівартість одиниці продукції підприємства; I — прибуток підприємства з одиниці продукції.

Відпускна ціна продукції суб'єкта господарювання відповідає величині грошових коштів, що її має сплатити покупець за визначену кількість товару під час їх купівлі.

При цьому відпускна ціна включає як ціну виробника, так і сукупність платежів, щодо яких суб'єкт господарювання виступає у ролі номінального платника, — непрямі податки (акциз та податок на додану вартість):

$$P = P' + \text{акциз} + \text{ПДВ}, \quad (5.5)$$

де P — відпускна ціна одиниці продукції підприємства.

Формування прибутку суб'єкта господарювання як винагороди за підприємницький ризик неможливе без відповідної реалізації створеної доданої вартості на товарному ринку за грошові кошти. Це визначає об'єктивну необхідність дослідження фінансових процесів, пов'язаних із реалізацією продукції суб'єкта господарювання на ринку.

Зауважимо, що під час визначення цін має враховуватись необхідність стимулювання збуту, у тому числі й обґрунтування фінансових механізмів такого стимулювання.

Фінансовий механізм стимулювання збуту продукції суб'єкта господарювання передбачає процедуру обґрунтування фінансово сприятливих для покупця умов придбання продукції, насамперед, завдяки оптимізації строків відвантаження продукції та умов її оплати.

При цьому можна виділити такі основні напрями впливу підприємства на фінансову привабливість його продукції для покупця:

- рівень базової ціни одиниці продукції;
- форма грошових розрахунків;
- термін передплати (післяплати) реалізованої продукції;
- рівень знижки від базової ціни залежно від обсягів закупівлі продукції;
- рівень знижки від базової ціни залежно від категорії покупця;
- надання відстрочення оплати відвантаженої продукції із відповідною націнкою на базову ціну одиниці такої продукції;
- рівень знижки від базової ціни при оплаті відвантаженої продукції раніше встановленого терміну оплати;
- формування мережі реселерів і дилерів із відповідним рівнем відпускнуої ціни для таких покупців;
- диференціація націнок і знижок від базового рівня цін відповідно до регулярності ділових контактів з таким підприємством-партнером.

При обґрунтуванні та реалізації цінової політики підприємство має враховувати такі фактори організації взаємовідносин із підприємствами-контрагентами:

- особливості здійснення грошових розрахунків, зокрема строки їх здійснення, імовірність надходження платежу та рівень ризику несплати;
- управління дебіторською заборгованістю, зокрема контроль за своєчасністю інкасації дебіторської заборгованості, визначення сумнівної заборгованості та здійснення заходів на її стягнення, а також рефінансування дебіторської заборгованості;
- аналіз та оцінка привабливості клієнта (далі — EVCO), групування клієнтів за певними категоріями (наприклад, прибутковості) та формування групи VIP-клієнтів.

Для обґрунтування грошових розрахунків з покупцями фінансовий менеджер має враховувати тривалість фінансового циклу та формування касових розривів (див. розд. 3. Управління грошовими потоками).

Слід зауважити, що визначення виручки від реалізації підприємства відповідно до чинного податкового законодавства здійснюється не за касовим методом, а на основі першої події — відвантаження продукції або зарахування на банківський рахунок (у касу) грошових коштів за авансовим платежем за продукцію підприємства. Це обумовлює додаткову потребу підприємства в оборотному капіталі у зв'язку із наданням підприємством відстрочення оплати рахунків покупцями, збільшуючи її абсолютну величину.

Іншим напрямом реалізації функцій управління доходами суб'єкта господарювання від основної діяльності може розглядатися *оцінювання привабливості клієнта*. Це передбачає визначення потенційного прибутку, що його може отримати підприємство від господарських операцій з даним клієнтом.

Слід зазначити, що зі зростанням привабливості клієнта (з погляду, наприклад, очікуваного прибутку) підприємство може дозволити собі піти на додаткові витрати з метою підтримання господарських відносин із таким клієнтом, відмовитися на його користь від інших клієнтів, господарські зв'язки з якими мають менший рівень прибутковості.

Визначення привабливості клієнта для підприємства передбачає, що якість продукту, обслуговування та реалістичність ціни мають гармонізувати та перевищувати очікування клієнта. При цьому стверджується, що клієнти, споживаючи продукцію підприємства, генерують його грошовий потік, який виступає джерелом створення прибутку підприємства, збільшення його ринкової вартості та забезпечення достатку акціонерів. Водночас менеджмент підприємства має розглядати клієнтів і грошові потоки, що надходять від них, як базове джерело створення корпоративного достатку.

Загалом, використання оцінки привабливості клієнта для підприємства доцільне для підтримання управлінських фінансових рішень за такими напрямками:

- обґрунтування взаємовідносин з окремими клієнтами (їх групами);
- обґрунтування цінової політики підприємства;
- визначення доцільності та оцінювання результативності масштабу цін стосовно конкретного клієнта (їх групи), оцінювання обґрунтованості використання спеціальних (партнерських) цін;
- оцінювання величини прибутку підприємства, який буде отримано завдяки налагодженню взаємовідносин із окремим клієнтом (групою клієнтів);

- визначення залежності підприємства від клієнта, їх групи чи категорії;
- оцінювання ризиків, що виникають у сфері взаємовідносин із клієнтами.

На основі вивчення світового досвіду та узагальнення практики окремих вітчизняних підприємств можна рекомендувати для кількісної оцінки привабливості клієнта для підприємства такі методи:

- аналіз вартості життєвого циклу клієнта;
- аналіз прибутковості клієнта.

При аналізі життєвого циклу клієнта (далі — CLV) визначається приведена теперішня вартість чистих грошових потоків, які очікується отримати від клієнта протягом усього періоду встановлених господарських відносин між підприємством та таким клієнтом (див. приклад 5.2). Загальний алгоритм розрахунку CLV графічно зображено на рис. 5.8.

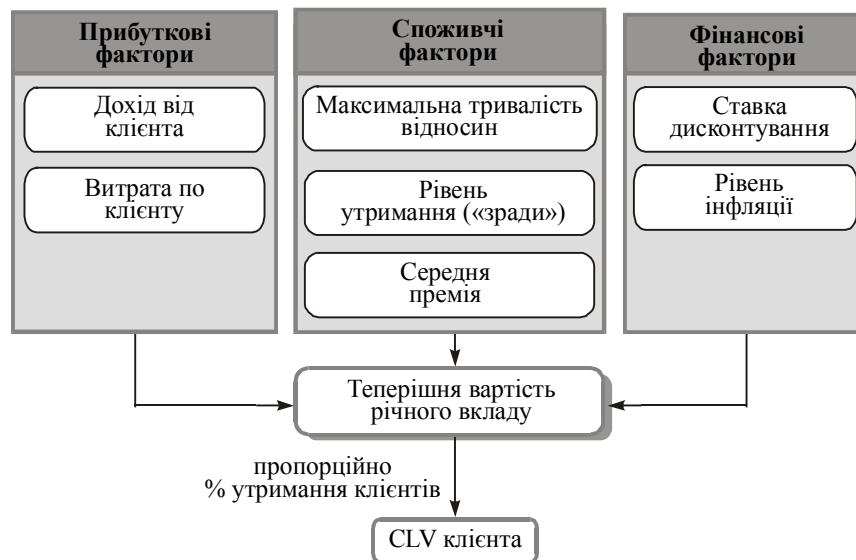


Рис. 5.8. Алгоритм визначення вартості життєвого циклу клієнта

Аналіз прибутковості клієнта (customer profitability analysis, далі — CPA) спрямований на встановлення операційної маржі, що припадає на окремого клієнта, їх групи чи категорії (див. приклад 3). При цьому грошові надходження в результаті продажу клієнту (їх групі чи категорії) продукції (наданні послуг чи виконанні робіт) порівнюється із сукупними витратами, що припадають на такого клієнта (їх групи чи категорії).

Зауважимо, що розподіл сукупних витрат підприємства між окремими клієнтами (їх групами чи категоріями) треба здійснювати із використанням АВС-аналізу (див. розд. 5.3). Загальний алгоритм розрахунку CPA графічно зображено на рис. 5.9.

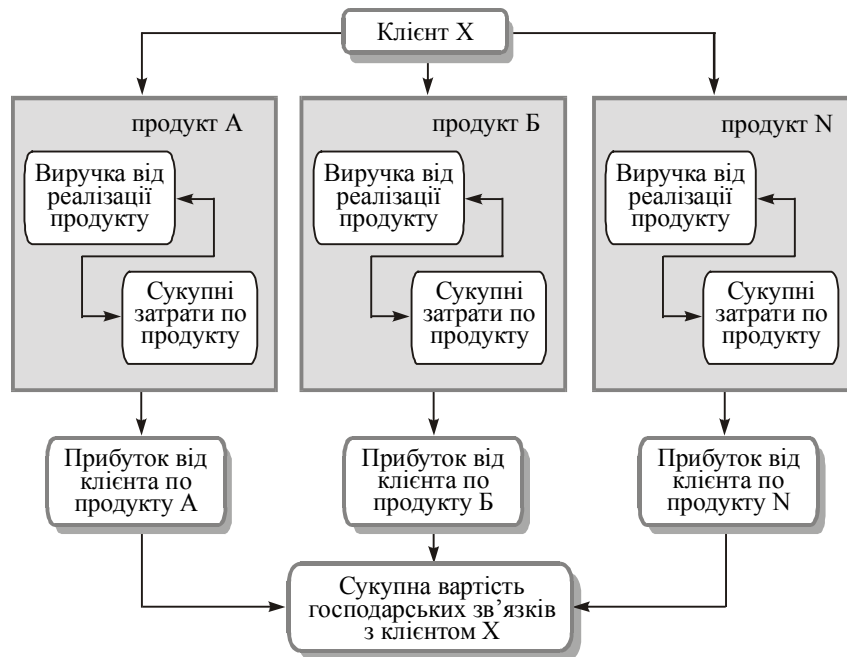


Рис. 5.9. Алгоритм кількісної оцінки прибутковості (CPA) клієнта

Приклад 5.2. Визначимо прибутковість взаємовідносин із клієнтом А, якому здійснюються поставки товарів 1, 2, 3, 4. Визначимо необхідність зменшення витрат на обслуговування клієнта, якщо цільовий рівень прибутковості продажу для підприємства становить 20,0 %.

№	Показник	У розрізі продуктів				Усього по клієнту
		товар 1	товар 2	товар 3	товар 4	
1	Виручка від реалізації, тис. грн	35,70	26,50	42,30	27,10	131,60
2	Собівартість товарів, тис. грн	26,24	21,15	27,83	22,63	97,85
3	Накладні витрати, пов'язані із клієнтом, тис. грн	1,00	0,64	1,31	0,76	3,71
4	Сума прибутку, тис. грн	8,46	4,72	13,16	3,71	30,05
5	Індекс прибутковості клієнта, % (р. 5 / р. 2)					22,83

Отже, усереднена прибутковість господарських операцій із клієнтом А становить приблизно 22,8 %, що більше за цільовий рівень на 2,8 п. п. Отже, витрати на обслуговування клієнта А можуть бути збільшені на 2,8 % від обсягів поставок такому клієнту зі збереженням цільового рівня прибутковості підприємства.

На основі отриманого індексу прибутковості клієнта можливе порівняння ефективності господарських операцій підприємства з різними клієнтами і, зокрема, оцінки виправданості витрат, що їх несе підприємство у процесі виконан-

ня операцій, із конкретним підприємством, — ряд. 4 у прикладі (надання знижок від базової ціни товару, надання пільг при розрахунках, здійснення модифікацій товару, що поставляється клієнту, та інші специфічні витрати).

Серед функціонально-організаційних особливостей реалізації EVCO необхідно звернути увагу вітчизняних менеджерів на припущення, яке стверджує (за визначенням Андона), що, зі зростанням періоду підтримання постійних господарських зв'язків між підприємством і його клієнтом (створення лояльного клієнта), привабливість останнього зростає з таких причин:

— лояльні клієнти купують більший асортимент продукції, робіт і послуг підприємства;

— підвищення ефективності та зменшення затратності господарських зв'язків між підприємством і клієнтом;

— за рахунок зворотного зв'язку клієнт-підприємство останнє має можливість оперативніше реагувати на потреби ринку;

— лояльні клієнти з часом стають чутливішими до цінових факторів стимулювання попиту;

— розподіл у більшому проміжку часу витрат на знаходження та утримання прибуткового клієнта.

Загалом використання EVCO можна рекомендувати не тільки для визначення політики формування відносин із окремими клієнтами чи їх групами, а й для обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо наступних аспектів цінової політики підприємства, зокрема:

- встановлення спеціальних цін для окремих категорій клієнтів, у тому числі VIP-клієнтів;

- визначення масштабу знижок, що надаються найлояльнішим клієнтам;

- з'ясування доцільності (економічної виправданості) надання додаткових пільг клієнтам;

- встановлення категорії клієнтів, які доцільно віднести до найцінніших клієнтів (наприклад, віднесення клієнтів до категорії VIP-клієнтів);

- обґрунтування рівня витрат на утримання клієнта.

Серед інших напрямів управління доходами підприємства необхідно виділити управління дебіторською заборгованістю, що формується внаслідок розбіжності у часі між відвантаженням продукції та її оплатою.

Виникнення заборгованості з боку покупців пов'язано із наданням останнім відстрочення оплати рахунків з метою стимулювання збуту продукції підприємства.

Однак надання цієї пільги має здійснюватися з урахуванням таких факторів:

— оцінювання основних параметрів динаміки (тренду) розвитку ситуації з оплатою контрагентами рахунків за відвантажену продукцію;

— **аналіз структури дебіторської заборгованості** у розрізі своєчасності її погашення, оцінка окремих дебіторів з позиції ризику та визначення величини фінансових ресурсів, необхідних для формування резервів, зокрема резерву сумнівної дебіторської заборгованості;

— розрахунок середнього **періоду інкасації дебіторської заборгованості** та його зіставлення із можливостями підприємства покрити касовий розрив за рахунок кредиторської заборгованості, залучення короткострокових кредитів чи за рахунок інших джерел;

— визначення та **оцінювання рівня впливу дебіторської заборгованості на формування абсолютної величини прибутку** підприємства та обґрунтування доцільності надання покупцеві відстрочення в оплаті продукції — оцінка видатків підприємства на залучення фінансових ресурсів на покриття касового розриву (наприклад, процентні платежі за кредитом) та/або витрат на проведення рефінансування заборгованості;

— обґрунтування **оптимального терміну надання відстрочення оплати рахунків** покупцями та визначення відносного **рівня необхідної націнки** на базову ціну одиниці продукції, яка має враховувати рівень втрат, яких зазнає підприємство у зв'язку з іммобілізацією оборотних коштів, і привабливість даного клієнта (за інших рівних умов, рівень надбавки до базової ціни має бути не меншим, ніж проценти за банківським кредитом за період надання відстрочення);

— визначення можливості та доцільності мобілізації фінансових ресурсів через **рефінансування дебіторської заборгованості**, зокрема шляхом обліку векселів (якщо заборгованість оформлена видачею векселя), факторинг чи форфейтинг боргових вимог підприємства до третіх осіб, оцінювання **обґрунтованості збитків** у результаті рефінансування дебіторської заборгованості. При цьому рефінансування дебіторської заборгованості буде доцільним, якщо відносний рівень витрат на проведення такої операції буде не більшим за процентну ставку за короткостроковим кредитом;

— попередження **формування та контроль простроченої і безнадійної дебіторської заборгованості**.

Приклад 5.3. *Визначимо джерела покриття касового розриву на суму 25 тис. грн для забезпечення поточних видатків підприємства з наведених нижче альтернатив. Вибір джерела фінансування витрат здійснимо на основі критерію мінімізації витрат на мобілізацію такого джерела. Витрати мають бути профінансовані станом на 1.03 поточного року.*

Можливі джерела фінансування витрат:

- вексель номінальною вартістю 24,0 тис. грн і строком погашення 1.06 поточного року (облікова ставка — 27 % річних);
- дебіторська заборгованість контрагента на суму 28,0 тис. грн строком погашення 15.05 поточного року (облікова ставка — 28 % річних, премія факторингової компанії — 0,75 %);
- короткостроковий банківський кредит на необхідну суму строком на чотири місяці під 24 % річних.

	Показник	Облік векселя	Факторинг	Банківський кредит
1	Номінальна сума по операції, тис. грн	24,00	28,00	X
2	Дисконт по операції (втрати підприємства), тис. грн	1,62	1,84	n/a
3	Проценти, що сплачує підприємство за користування коштами (втрати підприємства), тис. грн	n/a	n/a	$(X \cdot 24 \% \cdot 4) / 12$
4	Сукупні витрати підприємства (ряд. 2 + ряд. 3), тис. грн	1,62	1,84	$8 \% \cdot X$
5	Сума коштів, які залучаються підприємством, тис. грн	22,38	26,16	X
6	Відносні витрати підприємства при фінансуванні видатків (ряд. 4 / ряд. 5), %	7,24	7,03	8,0

Отже, найдешевшим джерелом (з позицій мінімізації витрат на фінансування видатків підприємства) є факторинг дебіторської заборгованості. При цьому підприємство за рахунок такої операції може повністю профінансувати видатки, що не потребує використання інших операцій.

Серед інших джерел формування доходів підприємства необхідно виділити такі, як реалізація активів (оборотних і необоротних), доходи від інвестиційної діяльності. Формування доходів від таких господарських операцій (проведення інвестицій — дезінвестицій) може здійснюватися з метою:

- оптимізації величини та структури робочого капіталу підприємства (наприклад, реалізації надлишкових запасів);
- управління операційними ризиками, насамперед, ціновим ризиком;
- реалізації надлишкових оборотних і необоротних активів;
- підкріплення господарських зв'язків відносинами власності (перехресне інвестування у корпоративні права, вкладання в асоційовані господарські товариства), отримання в результаті цього додаткових переваг у формі спеціальних (внутрішніх) цін, отримання дивідендів;
- участь підприємства у бізнес-групах, господарських альянсах з метою доступу до нових ринків збуту, зниження витрат на реалізацію продукції, доступ до нових джерел сировини.

На абсолютну величину доходу підприємства впливають і дискретні джерела його формування, тобто джерела, які мають нерегулярний, епізодичний, характер.

Так, величина доходів підприємства у поточному періоді збільшується за рахунок надходження штрафних санкцій, застосованих до суб'єктів господарювання — контрагентів за невиконання (неналежне виконання) договірних зобов'язань.

Однак неналежне виконання договірних зобов'язань партнерами негативно впливає на ринкову позицію підприємства через порушення ритмічності виробничого процесу (збої у поставці сировини), несвоєчасну доставку товару замовниками, гарантійного та постгарантійного обслуговування, що негативно вплине на обсяги реалізації, і в результаті — на скорочення прибутку підприємства. У зв'язку з цим підприємство має формувати господарські зв'язки з комерційно надійними партнерами, аби уникнути вже згаданих негативних наслідків.

Серед інших джерел доходу підприємства, що мають дискретний характер, можна виділити реалізовані курсові різниці, списання зобов'язань і безоплатно одержані активи. Так, управління доходами від реалізованих курсових різниць має здійснюватися з урахуванням впливу на фінансово-господарську діяльність підприємства валютних ризиків (зміна валютних курсів) як складової сукупного ризику підприємства.

Розглядаючи доходи суб'єкта господарювання від списання зобов'язань перед третіми особами і безоплатно одержаних активів, необхідно врахувати особливості оподаткування таких господарських операцій, які призводять до збільшення податкових зобов'язань підприємства з податку на прибуток у поточному періоді за відсутності реального руху грошових коштів.

Відсутність реального руху грошових коштів як джерела погашення податкових зобов'язань може негативно вплинути на рівень платоспроможності і ліквідності підприємства, адже це веде до скорочення резерву ліквідності підприємства.

5.4. УПРАВЛІННЯ ВИТРАТАМИ ПІДПРИЄМСТВА

Рівень та абсолютна величини витрат суб'єкта господарювання безпосередньо впливає на формування його прибутку як результату фінансово-господарської діяльності.

Управління витратами відіграє провідну роль не тільки в управлінні прибутком, а й у структурі фінансового менеджменту взагалі. Зауважимо, що формуванню прибутку суб'єкта господарювання об'єктивно передують фінансування і покриття всіх його витрат за рахунок доходів від реалізації товарів (надання послуг чи виконання робіт), що й необхідно розглядати як одне з основних завдань фінансового менеджменту.

Управління витратами полягає у контролі за процесом формування і розподілу витрат підприємства у результаті здійснення фінансово-господарської діяльності. Відповідно, управління витратами підприємства спрямоване на обґрунтування рівня витрат підприємства та їх фінансового забезпечення.

Результативність управління витратами і забезпечення ефективності управління передбачає реалізацію таких взаємопов'язаних фінансово-управлінських ітерацій:

- групування витрат підприємства за групами відповідно до визначеної сукупності критеріїв;
- контроль за формуванням витрат та оптимізації їх абсолютної величини;
- виявлення відхилень від планових показників та ідентифікація причин таких відхилень, їх нейтралізація або врахування (шляхом коригування планових показників);
- виявлення та оцінювання резервів зменшення витрат суб'єкта господарювання, визначення та обґрунтування механізмів їх мобілізації.

В основному формування витрат підприємства припадає на сукупність господарських операцій, що реалізуються в межах його основної (операційної) діяльності.

Серед інших напрямів формування витрат підприємства слід виділити:

— *витрати, пов'язані з інвестиційною діяльністю*, що визначаються як сума усіх витрат підприємства на реалізацію інвестицій у необоротні активи, що припадають на поточний період (зокрема, основні фонди, нематеріальні активи, прями та портфельні фінансові вкладення);

— *витрати, пов'язані з фінансовою діяльністю*, що включають сукупність витрат підприємства на обслуговування залученого капіталу, у тому числі витрати на обслуговування як позичкового, так і власного капіталів (наприклад, процентні платежі, грошові дивідендні виплати, витрати на оформлення-переоформлення фінансових угод, їх супроводження).

Прийняття раціональних фінансових рішень у рамках управління витратами підприємства ґрунтується на чіткому розумінні умов формування витрат і визначенні впливу витрат на фінансовий стан самого підприємства (рис. 5.10). Отже, результати управління витратами підприємства у звітному періоді відображаються у публічній фінансовій звітності, зокрема у Звіті про фінансові результати.

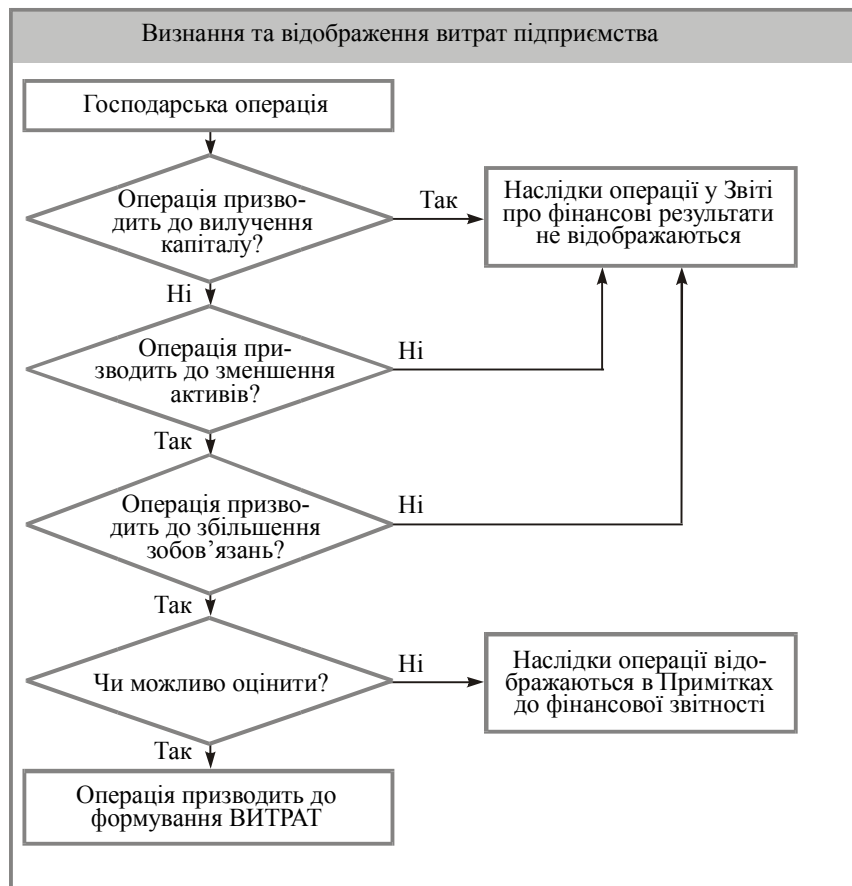


Рис. 5.10. Порядок визнання витрат підприємства та відображення у фінансовому обліку

Беручи до уваги, що кожен із виділених вище напрямів формування витрат підприємства (операційна, інвестиційна та фінансова діяльність) включає відмінну сукупність господарських операцій, які мають різні фінансові характеристики, доцільно кожен із таких напрямів розглянути окремо.

Формування витрат у межах основної діяльності визначається сукупністю господарських операцій підприємства, спрямованих на забезпечення виробничого процесу зі створення продукту (послуг, робіт), просування продукту на ринок, його реалізації та наступного обслуговування у споживача такого продукту (гарантійний і постгарантійний сервіс).

Тому у процесі управління сукупністю витрат, що виникає під час виконання уже згаданих завдань, постає питання про оцінку абсолютної величини витрат, їх структурування і формування цільових категорій ідентифікації (груп, видів) витрат для інформаційного підтримання прийняття управлінських фінансових рішень.

У результаті цього досягається узагальнення і початкова обробка первинної фінансової інформації, визначення сукупності однорідних витрат, а також обґрунтування центрів витрат і їх структурування.

Доцільно зупинитися на визначенні класифікаційних ознак витрат з основної діяльності, оскільки управління останніми потребує чіткого розмежування сукупності витрат підприємства на однорідні групи та види (рис. 5.11).



Рис. 5.11. Структурування витрат підприємства з основної діяльності

Так, відповідно до класифікаційних ознак прийнято виділяти такі види (групи) витрат:

- виходячи зі зміни абсолютної величини витрат суб'єкта господарювання у разі зміни обсягів випуску продукції розрізняють *умовно-постійні* (не залежать від зміни обсягів виробництва) та *умовно-змінні* витрати (змінюються зі зміною обсягів виробництва);
- залежно від порядку і способу перенесення витрат на продукцію підприємства розрізняють *прямі* (витрати, безпосередньо пов'язані з виготовленням продукції, наданням послуг чи виконання робіт) і *непрямі* (витрати, що пов'язані з фінансуванням додаткових чи обслуговуючих процесів) витрати;
- за періодичністю виникнення і часовими характеристиками розрізняють *постійні*, або *регулярні*, *витрати* (витрати, що регулярно виникають у процесі здійснення суб'єктом господарювання фінансово-господарської діяльності, наприклад, витрати на виплату заробітної плати, на сплату податків) і *разові витрати* (витрати, що мають нерегулярний характер, наприклад, витрати на купівлю ліцензії);

- залежно від характеру зв'язку витрат з виробничим процесом розрізняють *виробничі* (витрати, обумовлені технічними, організаційними та іншими особливостями виробничого процесу) та *невиробничі* (витрати, що мають другорядний характер);

- для потреб контролінгу витрат у системі цільового планування прибутку суб'єкта господарювання виділяють групи витрат відповідно до центрів їх виникнення або ж за цільовим призначенням (наприклад, витрати по окремих структурних підрозділах або витрати на виробництво окремих видів продукції).

Таким чином, перед моделлю управління витратами суб'єкта господарювання можуть ставитися такі завдання:

- *зменшення абсолютної* величини витрат підприємства в цілому і за окремими видами (напрямами) його діяльності;

- *зменшення у структурі витрат підприємства частки умовно-постійних витрат*, що дає змогу знизити поріг рентабельності і сформувати більш гнучку цінову політику до продукції підприємства (зниження рівня умовно-постійних витрат зменшить маржинальний прибуток без зменшення абсолютної величини операційного прибутку підприємства (див. приклад 5.4);

- *забезпечення стабільності* розподілу витрат у просторі та часі, що дасть змогу забезпечити фінансову стійкість підприємства та попередити його неплатоспроможність;

- *зменшення у структурі сукупних витрат підприємства непрямих витрат*;

- *відстрочення моменту покриття витрат* шляхом збільшення проміжку часу між їх формальним визнанням (і, зокрема, зменшенням оподаткованого прибутку) і реальним покриттям (втратаю підприємством контролю над грошовими коштами).

Приклад 5.4. Визначимо можливість зменшення в результаті скорочення на 7,5 % умовно-постійних витрат підприємства оптової ціни одиниці продукції за умови збереження абсолютної величини прибутку підприємства.

№ з/п	Показник	Порядок розрахунку	Значення
До скорочення умовно-постійних витрат			
1	Обсяг реалізації, тис. шт.		125,00
2	Ціна виробника одиниці продукції, грн		12,50
3	Середні умовно-змінні витрати, грн		9,25
4	Маржинальний прибуток, грн	р. 2 – р. 3	3,25
5	Умовно-постійні витрати, тис. грн		324,85
6	Прибуток підприємства, тис. грн	р. 1 · р. 4 – р. 5	81,4
Після скорочення умовно-постійних витрат на 7,5 %			
7	Очікуваний обсяг реалізації, тис. шт.	р. 1	125,00
8	Цільовий рівень прибутку, тис. грн	р. 6	81,4
9	Умовно-постійні витрати, тис. грн	$(1 - 0,075) \cdot \text{р. 5}$	300,49
10	Маржинальний прибуток, грн	$(\text{р. 8} + \text{р. 9}) / \text{р. 7}$	3,06
11	Середні умовно-змінні витрати, грн	р. 3	9,25
12	Ціна виробника одиниці продукції, грн	р. 10 + р. 11	12,31

Скорочення умовно-постійних витрат на 7,5 % дає змогу підприємству зменшити оптову ціну одиниці продукції на 19 коп. (або 1,5 %) без зменшення абсолютної величин прибутку.

Визначені вище завдання управління витратами підприємства дають можливість сформулювати основний зміст управлінської діяльності фінансових служб підприємства та їх менеджерів щодо управління формуванням витрат, пов'язаних із операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю:

- забезпечення своєчасності і повноти виявлення витрат підприємства, надання відповідної оперативної інформації через служби фінансового контролінгу;

- оцінка обґрунтованості і доцільності покриття окремих витрат у розрізі центрів їх формування, структурних підрозділів, видів діяльності (продукції) та загалом підприємства;

- пошук та обґрунтування резервів зменшення витрат у наступних періодах, урахування виявлених резервів під час реалізації поточного фінансового плану та складання фінансових планів на наступний плановий період, зокрема:

- а) зменшення собівартості продукції за збереження рівня її якості (наприклад, заміщення сировини чи окремих її елементів дешевшими аналогами, упровадження на базі одного продукту кількох його модифікацій, орієнтованих на різні цінові категорії споживачів);

- б) зменшення накладних витрат на виготовлення та реалізацію продукції за збереження рівня обслуговування клієнтів і супроводження товарів (сервісного обслуговування);

- в) зменшення витрат на обслуговування капіталу (вартості капіталу) за збереження цільового рівня фінансового левериджу і прийняттого рівня ліквідності активів підприємства та його платоспроможності;

- забезпечення об'єктивності, достовірності та повноти локалізації поточних (або планових) витрат по центрах їх формування з метою інформаційного забезпечення прийняття управлінських фінансових рішень;

- прогнозування на основі отриманої інформації тенденцій зміни величини витрат підприємства у плановому та перспективному періодах, оцінювання точки беззбитковості та планування (перспективне калькулювання) собівартості продукції;

- забезпечення методологічного та інформаційного підтримання фінансового контролю за формуванням витрат підприємства, виконання планових величин та аналізу відхилень.

Кваліфіковане управління витратами підприємства передбачає наявність у фінансового менеджера повної і достовірної інформації про об'єкт управління, у тому числі його абсолютної величини, складу і структури. Для цього здійснюється локалізація всіх витрат підприємства та їх структурування за певними критеріями, які використовуються для обґрунтування управлінських фінансових рішень.

Так, практика розподілу витрат за класифікаційними групами (як об'єктам управління), а також спосіб зіставлення величини витрат із доходами підприємства дає змогу виділити такі варіанти організації калькуляції сукупних витрат підприємства:

- традиційне (пряме) калькулювання;
- цільове калькулювання;

- калькулювання відповідно до життєвого циклу товару (продукту);
- калькулювання за етапами просування товару на ринок;
- поопераційне (функціональне) калькулювання.

Розглянемо згадані методи детальніше.

Традиційне (пряме) калькулювання. Традиційне калькулювання в рамках управління прибутком підприємства спрямоване на загальне зіставлення витрат та доходів суб'єкта господарювання (рис. 5.12) у межах одного й того ж горизонту планування.

Метою традиційного калькулювання є встановлення факту покриття (непокриття) сукупних витрат підприємства і вихід на позитивний фінансовий результат — операційний прибуток. На основі традиційного калькулювання здійснюється розрахунок параметрів точки беззбитковості підприємства як ситуації, за якої доходи підприємства дорівнюють його витратам:

$$\text{Доходи} = \text{Умовно-змінні витрати} + \text{Умовно-постійні витрати.}$$

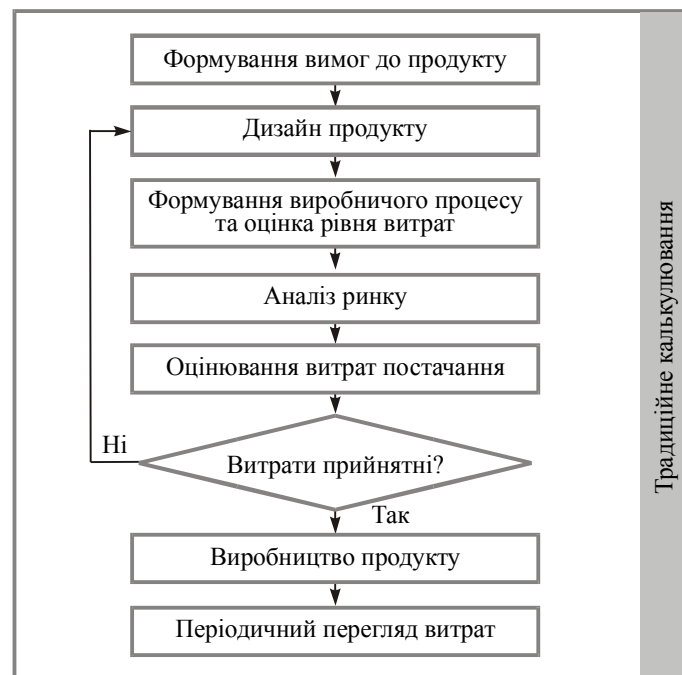


Рис. 5.12. Особливості традиційного калькулювання

Традиційне калькулювання використовується для оцінювання економічної доцільності виробництва того чи іншого продукту, рівня необхідної ціни і/або обсягів реалізації такого продукту з метою досягнення прибутковості або, принаймні, забезпечення беззбитковості діяльності підприємства щодо виробництва даного продукту. Для цього використовують такі формули:

$$Q = \frac{FC}{p - AVC}; \quad (5.6)$$

$$p = AVC + \frac{FC}{Q}, \quad (5.17)$$

де Q — обсяг реалізації в точці беззбитковості, в натуральному вираженні; FC — абсолютна величина постійних витрат; AVC — середні змінні витрати на виготовлення одиниці продукції; p — ціна виробника одиниці продукції.

Використання традиційного калькулювання для обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо управління прибутком і витратами підприємства має певні недоліки, зокрема:

— викривлення структури витрат за окремими напрямками діяльності підприємства (відсутність чітких та однозначних критеріїв розподілу витрат підприємства, які мають подвійний характер), що веде до завищення рентабельності окремих продуктів і заниження інших;

— оперування усередненими і приблизними величинами (оскільки калькулювання показників собівартості здійснюється на рівні підприємства з наступним розподілом по окремих продуктах);

— відсутність чіткого критерію ідентифікації витрат за окремими видами продукції підприємства (якщо підприємство не є монопродуктовим), що стосується більше ніж одного продукту.

Водночас традиційне калькулювання характеризується простотою та оперативністю проведення, що дає змогу рекомендувати його для проведення оперативного аналізу, метою якого є отримання орієнтовних попередніх результатів за обмежений період.

Цільове калькулювання. Цільове калькулювання спрямоване на приведення собівартості продукту до рівня, що забезпечує цільовий (плановий) рівень прибутку підприємства від виробництва такого продукту за очікуваного рівня доходів від його реалізації (рис. 5.13).

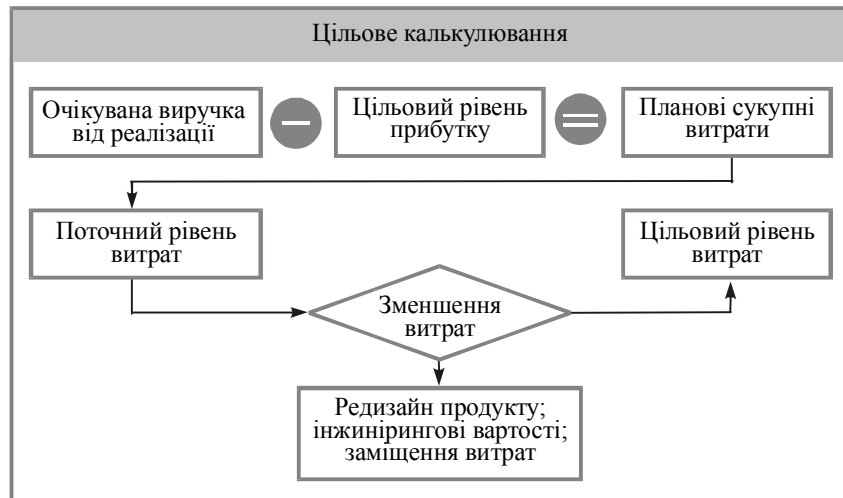


Рис. 5.13. Модель цільового калькулювання

Вихідною точкою проведення цільового калькулювання є оцінювання величини очікуваних доходів від реалізації продукту (надання послуг, виконання

робіт) у плановому періоді. Отриманий результат порівняння величини очікуваних доходів і цільового прибутку, що закладається в ціну, визначає максимальний рівень собівартості даного продукту — цільову собівартість.

При цьому перед управлінням витратами ставиться завдання забезпечити такий абсолютний рівень витрат, який буде не більшим за цільову собівартість як максимально допустимий рівень витрат за встановлених обмежень — рівня доходів від реалізації продукту та цільового рівня прибутку.

У рамках цільового калькулювання собівартості для приведення поточного рівня витрат до їх цільового рівня (з метою забезпечення необхідного розміру прибутку) використовуються такі методи приведення величини витрат, як редизайн продукту, оптимізація структури витрат (наприклад, ABC- та XYZ-аналіз), прийнятне заміщення окремих статей витрат іншими із одночасним зменшенням абсолютної величини витрат (на основі XYZ-аналізу).

Цільове калькулювання використовується з метою обґрунтування управлінських фінансових рішень, спрямованих на підтримання достатнього рівня операційного прибутку підприємства, і, на протипагу традиційному, дає змогу вирішити зокрема, такі завдання:

- оцінити максимально допустимий рівень витрат підприємства на виготовлення конкретного продукту у плановому періоді;
- визначити необхідність приведення абсолютної величини собівартості відповідно до зміни ринкової ситуації — зміни середніх ринкових цін і попиту на даний продукт;
- обґрунтувати доцільність зменшення собівартості продукції шляхом, (1) редизайну продукту, (2) відмови від окремих статей витрат підприємства чи (3) їх заміщення дешевшими аналогами;
- розрахувати величину необхідного зменшення витрат на виготовлення та просування продукту на ринок;
- обґрунтувати доцільність подальшого випуску даного продукту (оцінити можливість забезпечення прийняттого рівня прибутку) чи зняття його з виробництва у випадку неможливості скорочення витрат до цільового рівня.

Калькулювання за етапами життєвого циклу продукту. Цей варіант калькулювання витрат передбачає ідентифікацію витрат (понесених або очікуваних) із окремими етапами життя продукту — починаючи від впровадження продукту і завершуючи зняттям продукту з виробництва.

Даний метод дає змогу оцінити рівень і доцільність витрат на кожному із етапів просування продукту на ринок. Крім того, використовуючи дисконтування (визначення приведеної теперішньої вартості) доходів від реалізації окремого продукту і витрат по цьому ж продукту, можна оцінити доцільність його впровадження в господарську діяльність підприємства, яка визначається перевищенням очікуваних доходів над витратами.

Таким чином, використання методу калькулювання за етапами життєвого циклу продукту можна рекомендувати для вирішення таких завдань:

- оцінювання загальної прибутковості продукту за період від початку його розроблення до зняття з виробництва;
- визначення фінансових індикаторів планування грошових потоків, що генеруються у зв'язку із просуванням і позиціонуванням продукту на ринку;

— обґрунтування абсолютних і відносних величин формування витрат підприємства на конкретний товар за етапами його життєвого циклу.

Метод LCC дає змогу конкретизувати фінансову інформацію, отриману під час локалізації витрат за методом калькуляції по життєвій лінії, деталізуючи просторовий і часовий розподіл витрат суб'єкта господарювання на конкретний продукт після його впровадження у виробництво і вихід на цільовий ринок.

Калькулювання за етапами просування товару на ринок. Метою даного методу є обґрунтований розподіл витрат, що ідентифікуються з конкретним продуктом підприємства. При цьому досягається деталізація локалізації витрат за окремими етапами життя продукту, починаючи з обґрунтування ідеї створення продукту і завершуючи зняттям його з виробництва.

Реалізація вказаного методу передбачає визначення величини витрат, що створюються на конкретному етапі (наприклад, дизайн і розробка продукту; виробництво продукту; складування продукту; транспортування продукту до роздрібного продавця; витрати роздрібного продавця; витрати, пов'язані з продажем продукту кінцевому споживачу) і пошук резервів їх скорочення. Загалом перед методом CGC можуть ставитися такі завдання:

- визначення економічної доцільності розроблення нового продукту;
- планування руху інвестиційних, фінансових і операційних грошових потоків під час розроблення, виробництва і реалізації продукту;
- визначення очікуваної прибутковості нового продукту, порівняння альтернативних дизайнів окремого продукту або порівняння альтернативних продуктів;
- обґрунтування доцільності виходу з продуктом на ринок і його позиціонування;
- визначення доцільності та своєчасності зняття продукту з виробництва.

ABC (Activity-based costing, ABC). ABC або метод поопераційного (функціонального) калькулювання являє собою технологію обґрунтування і прийняття управлінських рішень про цільову локалізацію витрат суб'єкта господарювання для потреб моделі управління його прибутком (рис. 5.14).

Основою функціонального калькулювання є поняття «**центр витрат**», під яким слід розглядати функціонально та організаційно відокремлений процес або явище (технологічна операція, угода), які пов'язані із формуванням однорідної сукупності витрат підприємства.

Центр витрат може розглядатися як у масштабах усього підприємства, окремого його структурного підрозділу або ж іншого об'єкта аналізу. При цьому групування витрат суб'єкта господарювання у межах даного методу реалізується у два етапи — **ідентифікація витрат** із визначеними базовими показниками (критеріями ідентифікації) та **групування** ідентифікованих витрат відповідно до центрів витрат. Так, загальна структура реалізації функціонального калькулювання включає такі елементи:

- **аналіз** техніко-організаційних і фінансових *особливостей процесу* виробництва продукції (надання послуг чи виконання робіт);

• **обґрунтування** і визначення *центрів витрат* суб'єкта господарювання. При цьому рекомендується (на основі досвіду зарубіжних підприємств) використовувати *чотириступінчасту модель аналізу центрів витрат* — виготовлення одиниці продукції, партії продукції, окремого виду продукції взагалі, діяльність підприємства за певним напрямком;

- **відстежування** розподілу сукупності витрат відповідно до визначених вище центрів витрат;
- **оцінювання** кількісних і структурних параметрів центрів витрат та обґрунтування відповідних управлінських рішень.

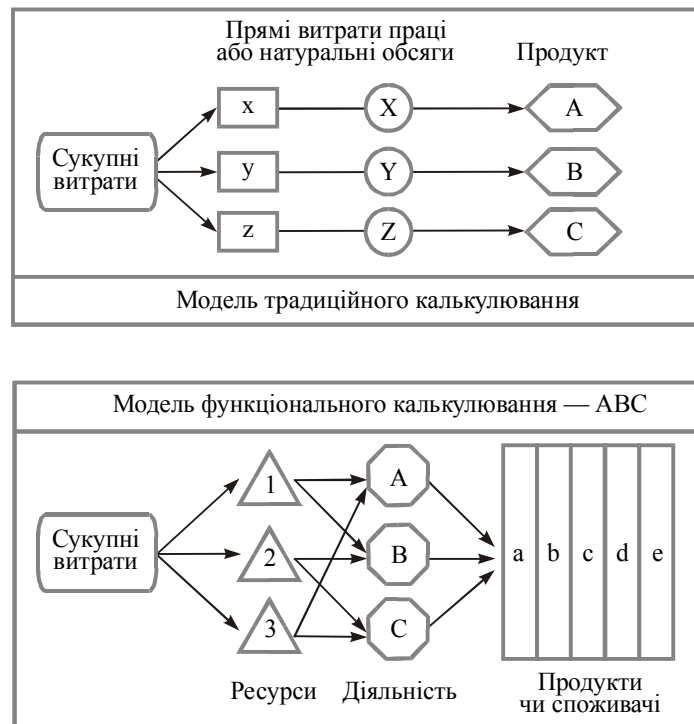


Рис. 5.14. Модель функціонального калькулювання ABC

Однак функціональне калькулювання має також певні недоліки, зокрема:

- суб'єктивність обґрунтування та вибору базових параметрів аналізу;
- трудомісткість і затратність інформаційного забезпечення, організації та проведення такого аналізу.

Водночас функціональне калькулювання і функціональний менеджмент (ABC/M) набули широкого використання зарубіжними та вітчизняними менеджерами і фінансистами завдяки їх універсальності. При цьому принципи його організації та реалізації використовуються в багатьох моделях для обґрунтування та підтримання управлінських фінансових рішень.

Загалом усі розглянуті методи калькулювання спрямовані на вирішення основного завдання управління витратами підприємства, пов'язаними з операційною діяльністю, — оцінювання обґрунтованості абсолютної величини витрат за окремими елементами операційної діяльності підприємства (сильні та слабкі сторони формування витрат підприємства) та обґрунтування напрямів, за якими необхідно і/або доцільно провести оптимізацію абсолютної величини чи структури витрат.

Від розглянутих вище методів і технологій управління витратами підприємства з операційної (основної) діяльності суттєво відрізняється управління витратами суб'єкта господарювання, пов'язаними з інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Слід зазначити, що формування та оптимізація витрат суб'єкта господарювання є складовим елементом аналізу та оцінювання інвестиційної привабливості проектів у рамках управління інвестиціями (див. розд. 8 «Управління інвестиціями»). У свою чергу абсолютна величина і структура витрат по фінансовій діяльності суб'єкта господарювання визначаються політикою такого підприємства до структури капіталу і детально розглядаються у розд. 7 «Управління капіталом».

5.5. УПРАВЛІННЯ ВИКОРИСТАННЯМ ПРИБУТКУ І ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА

Управління прибутком підприємства спрямоване на забезпечення його зростання і стабільності формування у часі. Однак модель управління прибутком не може вважатися логічно завершеною без складової, спрямованої на підтримання управлінських фінансових рішень про використання створеного у процесі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства прибутку (рис. 5.15).

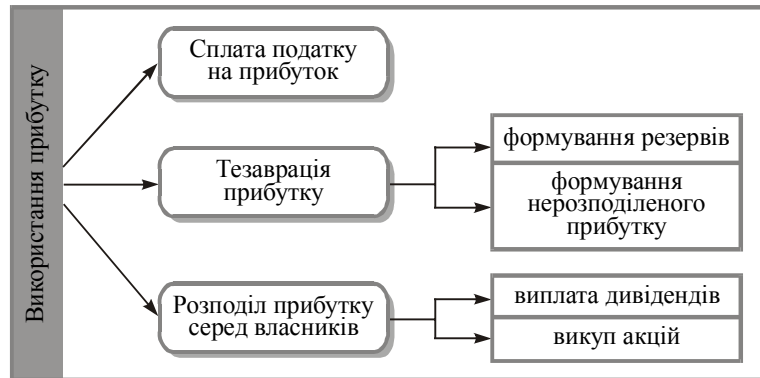


Рис. 5.15. Напрями використання прибутку

Використання прибутку має узгоджуватися з корпоративною стратегією підприємства і забезпечувати стійке та стабільне зростання ринкової вартості підприємства і достатку акціонерів (рис. 5.16). Як показано на рисунку, переваги підприємства на ринку трансформуються у вартість (достаток акціонерів), яка може бути спожита шляхом розподілу між власниками або ж реінвестована у господарську діяльність підприємства з метою створення нової вартості.

Як основне завдання управління використанням прибутку суб'єкта господарювання має розглядатися балансування інтересів підприємства щодо *тезаврації прибутку* і потреб *політики грошових дивідендних виплат* (поточного розподілу прибутку серед власників корпоративних прав у грошовій формі).

При цьому важливим завданням цільового планування і прогнозування прибутку суб'єкта господарювання на даному етапі є базове узгодження абсолютних величин фінансових ресурсів, необхідних для фінансування зазначених напрямів розподілу прибутку підприємства.

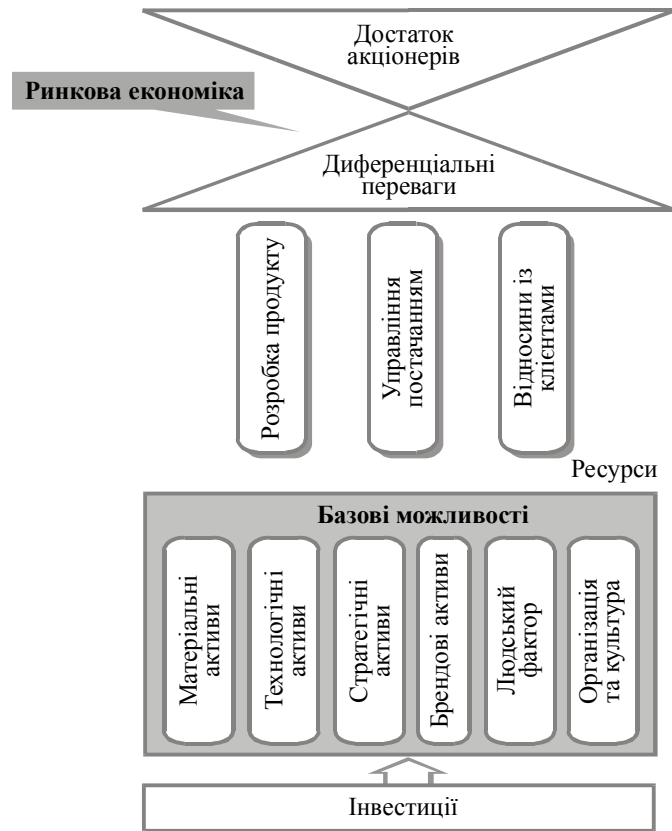


Рис. 5.16. Вплив розподілу прибутку на забезпечення корпоративних цілей

Необхідно виділити такі питання, розв'язання яких має забезпечити оптимальний розподіл прибутку підприємства:

- забезпечення сплати податків суб'єктом господарювання (сплата податку на прибуток);
- обслуговування залученого у попередніх періодах власного капіталу суб'єкта господарювання;
- формування фондів-коштів і резервів для використання у наступних періодах.

Розглянемо ці питання детальніше.

Податкове планування використовується для формування, організації та інформаційно-методичного забезпечення контролю за витратами підприємства на сплату податку на прибуток. В управлінні прибутком підприємства податкове планування передбачає контроль за формуванням і виконанням податкових зо-

бов'язань з податку на прибуток, що може здійснюватися за такими основними етапами:

- визначення об'єкта оподаткування податком на прибуток;
- визначення податку на прибуток до сплати в бюджет.

Пі час визначення об'єкта оподаткування податком на прибуток особлива увага має бути зосереджена на здійсненні контролю за обчисленням фінансового результату до оподаткування.

Фінансовий результат до оподаткування визначається на основі фінансового результату від операційної діяльності, який збільшується на такі доходи (від участі в капіталі, інші фінансові доходи, інші доходи) і зменшується на наступні витрати (фінансові витрати, витрати від участі в капіталі, інші витрати).

Необхідно врахувати, що фінансовий результат від операційної діяльності визначається збільшенням валового прибутку на інші операційні доходи та його зменшення на наступні витрати (адміністративні, витрати на збут, інші операційні витрати).

Валовий прибуток дорівнює чистому доходу від реалізації продукції (виручка від реалізації — непрямі податки), з якого необхідно вирахувати собівартість реалізованої продукції (матеріальні витрати, витрати на оплату праці, відрахування на соціальні заходи, амортизація, інші операційні витрати).

Значна увага в податковому плануванні має бути зосереджена на визначенні і застосуванні різниць корегування фінансового результату при оподаткуванні прибутку.

Платник податку на прибуток має право прийняти рішення про незастосування корегувань фінансового результату при оподаткуванні прибутку, якщо його дохід від будь-якої діяльності (за вирахуванням непрямих податків) не перевищує 20 млн грн.

Чинним податковим законодавством передбачене коригування фінансового результату до оподаткування на три види різниць, які виникають при:

- нарахуванні амортизації необоротних активів;
- формуванні резервів;
- здійсненні фінансових операцій.

Для потреб податкового планування зобов'язань з податку на прибуток підприємства доцільно використовувати, зокрема, такі методи:

- зниження бази об'єкта оподаткування з метою скорочення абсолютної величини податкових зобов'язань з податку на прибуток;
- використання податкових пільг;
- оптимізація перерозподілу податкових зобов'язань з податку на прибуток у часі:
 - максимальне скорочення у часі розриву між визнанням податкових зобов'язань і реальним надходженням на підприємство грошових коштів;
 - максимальне наближення дати визнання господарських операцій, що призводить до зменшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;
- використання у діяльності підприємства чи його окремих підрозділів (або, навіть, дочірніх підприємств і підконтрольних компаній) законодавчо затверджених альтернативних режимів оподаткування;
- переміщення окремих виробництв, структурних підрозділів або ж дочірніх компаній до вільних економічних зон з метою використання можливих переваг

для оптимізації абсолютної величини та структури податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;

- використання легальних механізмів офшорних зон з метою законного зменшення оподаткування тих чи тих доходів суб'єкта господарювання.

Дивідендна політика підприємства як ключова детермінанта використання прибутку підприємства являє собою керовану діяльність підприємства, спрямовану на забезпечення формування доходу власників його корпоративних прав. Виплата грошових дивідендів є однією з операцій емітента з цінними паперами власної емісії — операцією з виплати доходу за власними цінними паперами. Таким чином, дивідендна політика підприємства формується як сукупність цілей і завдань у сфері участі власників у прибутках підприємства (рис. 5.17), що передбачає обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо таких питань:

- розмір дивідендів на одну акцію;
- відношення обсягу розподілу прибутку поточного року до його тезаврації;
- регулярність чи дискретність виплати дивідендів;
- частота виплати дивідендів;
- форма оприлюднення обраної дивідендної політики.

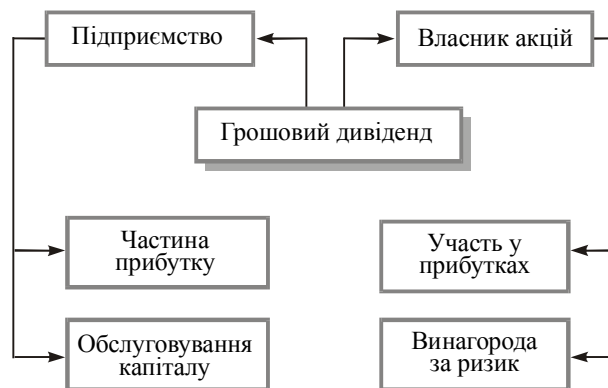


Рис. 5.17. Характеристика дивідендів з позицій акціонерів та підприємства

Реалізація права власників акцій (корпоративних прав, паїв) суб'єкта господарювання на дивіденди відбувається шляхом *формування частини прибутку* такого суб'єкта господарювання для наступної *виплати у вигляді дивідендів*. Той факт, що рішення щодо виплати грошових дивідендів належить до компетенції загальних зборів акціонерів (власників), дивідендна політика підприємства не повинна випадати з поля зору моделі управління використанням прибутку.

Попри значну увагу фінансової науки до проблеми управління дивідендною політикою підприємства і досі *не вироблено цілісної теоретичної моделі* обґрунтування дивідендної політики суб'єкта господарювання. Проведено багато досліджень, у рамках яких здійснюється перевірка їх практичної надійності, і на

основі отриманих результатів вносяться поправки та корективи до існуючих моделей, формулюються нові. Так, серед найпоширеніших теорій дивідендної політики доцільно виділити:

- напрям преференцій інвестора (власника):
 - модель Міллера—Модільяні;
 - модель синиці в руках;
 - модель податкових переваг;
- напрям корпоративного біхевіоризму:
 - сигнальна модель;
 - модель М. Дженсена;
 - модель Ла Порта.

Можливості практичної реалізації названих теоретичних моделей узагальнено у табл. 5.1.

Таблиця 5.1

**ОБҐРУНТУВАННЯ РОЗМІРУ ДИВДЕНДНИХ
ВИПЛАТ ПІДПРИЄМСТВА ЗА РІЗНИМИ ТЕОРІЯМИ**

Теорія	Величина виплат
Теорія іррелевантності (Міллера—Модільяні)	Будь-який розмір дивідендних виплат є ефективним
Синиця в руках (Гордон, Літнер)	Максимізація поточних дивідендних виплат
Теорія податкових переваг	Мінімізація поточних виплат
Сигнальна модель	Стабілізація розміру грошових виплат
Теорія агентських витрат Free Cash Flow (М. Дженсен)	Зменшення грошових виплат акціонерам з метою збільшення корпоративного достатку; грошові виплати на користь акціонерів доцільно здійснювати у формі викупу акцій
Модель Ла Порта	Грошові виплати визначаються рівнем залежності менеджменту від власників корпоративних прав

Для формування та реалізації дивідендної політики підприємства важливе значення має *процедура виплати грошових дивідендів*, котра, як правило, включає такі етапи (рис. 5.18).



Рис. 5.18. Типова процедура виплати дивідендів

По-перше, *дата оголошення* грошових дивідендів, що являє собою дату фактичного оприлюднення рішення уповноважених органів про виплату дивідендів, форму виплати (грошові дивіденди чи виплата корпоративними правами), їх розмір та строки виплати.

По-друге, *екс-дивідендна дата*, яка є моментом, від якого корпоративні права обертаються на вторинному ринку вже без права на дивіденди за звітний період. У світовій практиці екс-дивідендна дата на 2—4 банківські дні передує дати фіксації реєстру власників іменних цінних паперів.

По-третє, *дата фіксації реєстру* власників іменних акцій (корпоративних прав), що являє собою час, станом на який складається реєстр осіб (власників корпоративних прав), яким нараховуються дивіденди. Досить часто екс-дивідендна дата і дата фіксації реєстру збігаються, а їх розведення у часі здійснюється переважно підприємствами, корпоративні права яких активно обертаються на вторинному ринку. Отже, покупець корпоративних прав (якщо угода укладена до екс-дивідендної дати) має можливість завершити переоформлення прав власності на такі цінні папери.

По-четверте, *дата початку фактичної виплати* грошових дивідендів, що є моментом, з якого власники корпоративних прав можуть отримати грошові дивіденди на власний банківський рахунок або через касу підприємства.

Поряд із цим у ролі замітника грошових дивідендних виплат суб'єкти господарювання використовують викуп акцій власної емісії. Викуп акцій як форма реалізації дивідендної політики також передбачає рух грошових коштів від суб'єкта господарювання до власника корпоративних прав, однак такий рух здійснюється в обмін на корпоративні права такого суб'єкта господарювання.

Викуп корпоративних прав здійснюється, як правило, за ринковим курсом або з премією від ринкового курсу корпоративних прав. При цьому викуп корпоративних прав власної емісії може провадитись у таких формах:

- викуп на відкритому ринку;
- викуп через загальну тендерну пропозицію за фіксованим курсом;
- викуп через загальну тендерну пропозицію за голландським аукціоном;
- цільовий викуп корпоративних прав у визначеній аудиторії власників корпоративних прав.

Серед можливих аргументів на користь викупу корпоративних прав власної емісії, які наводяться у науково-практичній літературі, можна виділити такі:

- позитивний інформаційний контекст (див. сигнальна гіпотеза);
- позитивний ринковий ефект (зростання ринкового курсу корпоративних прав) у короткостроковому періоді;
- урегулювання конфлікту принципал-агент і зменшення витрат моніторингу.

Серед альтернативних варіантів реалізації дивідендної політики підприємства як форми управління використанням його прибутку є плани реінвестування дивідендів, а також фінансування за рахунок прибутку опціонних програм для вищого менеджменту та працівників підприємства з метою стимулювання результативності їх праці.

Важливою перевагою згаданих варіантів дивідендної політики є збільшення частки прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства, та залучення додаткових фінансових ресурсів за опціонними програмами.

Частина чистого прибутку, що не була розподілена серед власників підприємства шляхом виплати грошових дивідендів чи викупу корпоративних прав власної емісії, являє собою *тезаурований (капіталізований) прибуток* підприємства, який може використовуватися для таких цілей:

- поповнення резервного капіталу підприємства;
- збільшення статутного капіталу підприємства (виплата дивідендів корпоративними правами);
- створення інших резервів, передбачених статутними документами товариства;
- формування нерозподіленого прибутку.

Фінансовий механізм тезаурації прибутку являє собою сукупність фінансово-правових операцій щодо спрямування частини чистого прибутку суб'єкта господарювання на формування (збільшення абсолютної величини) власного капіталу підприємства з метою забезпечення покриття потреби суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування інвестиційної та операційної діяльності.

Зауважимо, що резервування прибутку поточного року не означає його вивільнення із господарського обігу, оскільки такий прибуток спрямовується на фінансування оборотних і необоротних активів, забезпечуючи у такий спосіб розширене відтворення на рівні окремого суб'єкта господарювання.

Резервний капітал, що формується суб'єктом господарювання, являє собою одну з форм створення фонду, цільовим призначенням якого є покриття потенційних збитків від фінансово-господарської діяльності підприємства, викликаних дією об'єктивних факторів, величину та час настання яких важко визначити на поточний момент.

Відповідно до чинного законодавства України, *формування резервного капіталу* є обов'язковим для всіх видів господарських товариств. При цьому джерелом його створення визначено чистий прибуток суб'єкта господарювання, отриманий у результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Порядок *створення та використання резервного капіталу* належить до безпосередньої компетенції суб'єкта господарювання (визначається в його статутних документах), хоча певні обмеження визначаються положеннями законодавчих актів, зокрема, Законом України «Про господарські товариства». Так, розмір резервного капіталу господарського товариства повинен складати не менше 25 % статутного капіталу і має формуватися за рахунок щорічних відрахувань від чистого прибутку підприємства у розмірі не менше 5 % його абсолютної величини.

При цьому резервний капітал суб'єкта господарювання має виключно цільовий характер, що дає змогу використовувати його для покриття непокритих збитків від господарської діяльності у попередні періоди; покриття фінансових та грошових зобов'язань перед кредиторами підприємства при його ліквідації; формування фонду дивідендних виплат за корпоративними правами власної емісії; а також інші цілі, визначені статутними документами і нормативно-правовими актами.

Формування *нерозподіленого прибутку* підприємства являє собою фінансовий механізм формування капітального резерву, що не має цільового призначення.

Типовими напрямками фінансування витрат фінансово-господарської діяльності підприємства за рахунок прибутку можуть вважатися:

- фінансування інвестиційних проектів (придбання основних засобів, нематеріальних активів, вкладення в цінні папери, придбання контролю над іншими підприємствами);

- покриття потреби в операційному капіталі;
- покриття непокритого збитку минулих періодів;
- збільшення статутного капіталу;
- додаткові внески до резервного капіталу;
- викуп акцій (інших корпоративних прав) власної емісії;
- виплата заохочення менеджерам;
- резервування під грошові дивідендні виплати наступних періодів;
- гарантування виплати дивідендів за привілейованими акціями.

Таким чином, капіталізація прибутку підприємством спрямована переважно на вирішення таких завдань:

- покриття потреби підприємства у капіталі за рахунок внутрішніх джерел, при цьому тезаврація прибутку здійснюється з метою розширення обсягів фінансово-господарської діяльності підприємства за двома основними напрямками — поповнення оборотного капіталу та фінансування необоротних активів;

- сприяння зростанню ринкової вартості корпоративних прав підприємства, а також вартості підприємства як цілісного майнового комплексу шляхом фінансування за рахунок прибутку підприємства інвестиційних проектів із позитивним NPV;

- забезпечення прийняттого рівня платоспроможності підприємства шляхом зменшення фінансового левериджу;

- зниження ризиковості фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання за рахунок забезпечення частини або усього ризику шляхом формування резервів (формування резервного капіталу для покриття потенційних збитків підприємства, а також формування спеціалізованих резервів).

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 5

Прибуток як об'єкт фінансового менеджменту включає його формування в процесі фінансово-господарської діяльності, а також розподіл і використання. У ході управління формуванням прибутку використовуються різні варіанти визначення та оцінювання результатів діяльності підприємства: загальний прибуток, прибуток до оподаткування, чистий прибуток, капіталізований прибуток, нерозподілений прибуток.

Ефективність фінансового менеджменту на підприємстві передбачає обґрунтування і реалізацію моделі управління прибутком як цілісної системи прогнозування, планування і контролю за процесами формування і розподілу прибутку підприємства в ході здійснення фінансово-господарської діяльності.

Прибуток підприємства як результуючий фінансовий показник унеможливає його безпосереднє використання як прямого об'єкта

управління і потребує використання важелів впливу на величину прибутку через управління факторами його формування та використання. Це дає змогу виділити ряд структурних елементів, які формують цілісну систему управління прибутком підприємства:

- управління прибутком на етапі його формування;
- управління доходами підприємства;
- управління витратами підприємства;
- управління прибутком на етапі його використання.

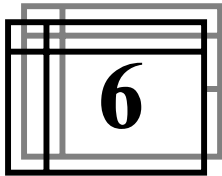
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Характеристика прибутку як об'єкта фінансового менеджменту.
2. Функціонально-організаційна структура управління прибутком підприємства.
3. Критерії організації управління прибутком у фінансовому менеджменті.
4. Структурно-логічна схема джерел формування прибутку підприємства та її використання в управлінні прибутком.
5. Стратегія управління прибутком підприємства та напрями впливу на ефективність діяльності підприємства.
6. Управлінські фінансові рішення щодо формування прибутку та їх ефективності.
7. Основні завдання управління доходами при управлінні формуванням прибутком.
8. Цінова політика підприємства як складова управління доходами від операційної діяльності.
9. Фінансовий механізм забезпечення збуту продукції в управлінні формуванням прибутку.
10. Основні критерії структурування витрат, що впливають на формування прибутку від операційної діяльності.
11. Управління оподаткуванням прибутку та його вплив на формування чистого прибутку.
12. Дивідендна політика та її місце в управлінні використанням прибутку.
13. Капіталізація прибутку в управлінні його використанням і вплив на ефективність діяльності підприємств.
14. Управління використанням прибутку і формування резервного капіталу підприємства.

ЛІТЕРАТУРА

1. Афанас'єва О. Є. Управління фінансовими результатами підприємства / О. Є. Афанас'єва // Вісник Східноукраїнського національного університету ім. В. Даля. — 2013. — № 1 (190). — Ч. 1. — С. 11—15
2. Бланк И. А. Управление прибылью / И. А. Бланк. — 3-е изд. — К.: Ника-Центр, 2007. — 768 с.
3. Блонська В. І. Стратегічне управління прибутком підприємства / В. І. Блонська, А. Я. Нагірна // Науковий вісник НЛТУ України. — 2010. — Вип. 20.5. — С. 145—152.

4. Друри К. Управленческий и производственный учет: учебник / К. Друри; [пер. с англ.]. — М.: Юнити-Дана, 2002.
5. Курбатов К. Е. Управление прибылью как система принципов и методов реализации управленческих решений / К. Е. Курбатов, Н. Н. Жовтопуп // Бизне-Информ. — 2011. — № 2 (1). — С. 102—103.
6. Остапенко Т. М. Економічна сутність управління витратами / Т. М. Остапенко // Вісник Сумського державного університету. — 2013. — № 2. — С. 85—91. — (Серія «Економіка»).
7. Поддєрьогін А. М. Удосконалення обліку формування, розподілу й використання прибутку / А. М. Поддєрьогін, В. В. Бабіч // Фінанси України. — 2012. — № 2. — С. 103—110.
8. Антоненко О. Б. Управління прибутком енергопостачальних компаній: традиційні і новітні підходи: монографія / О. Б. Антоненко, М. В. Макарова. — Полтава: ПУЕТ, 2012. — 202 с.



Розділ

6

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Вивчивши матеріал розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- економічну сутність і класифікацію активів підприємства;
- теоретичні і методичні підходи до управління оборотними активами підприємства;
- теоретичні і методичні підходи до управління необоротними активами підприємства;
- моделі оптимізації матеріальних запасів на підприємстві;
- моделі оптимізації залишку грошових коштів на підприємстві;
- типи політики фінансування оборотних активів підприємства;
- напрями фінансування оновлення операційних необоротних активів підприємства;
- суть, мету, завдання управління інтелектуальними активами;
- особливості систем управління формуванням і використанням інтелектуальних активів.

Успішно засвоївши матеріал розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- обґрунтовувати управлінські рішення щодо оборотних активів за такими напрямками: управління запасами, управління дебіторською заборгованістю, управління грошовими активами;
- управляти запасами, враховуючи специфіку функціонування підприємств;
- забезпечувати ефективне управління дебіторською заборгованістю підприємства;
- розраховувати показники надлишку (дефіциту) грошових коштів для забезпечення оптимального рівня фінансової стійкості та фінансової рівноваги підприємства;
- оптимізувати залишки матеріальних запасів;
- обґрунтовувати кредитну політику підприємства стосовно покупців його продукції;
- оптимізувати залишки грошових коштів;
- оцінювати ефективність управління активами підприємства.

Основні терміни та поняття

Активи

Виробничий цикл підприємства

Інтелектуальні активи

Модель Баумоля
Модель економічного обґрунтованого розміру замовлення EOQ
(Economic Order Quantity)
Модель Міллера — Орра
Модель Стоуна
Необоротні активи
Облік векселів
Оборотні активи
Операційний цикл підприємства
XYZ-аналіз
ABC-аналіз
Стратегія фінансування оборотних активів
Кредитна політика підприємства стосовно покуців продукції
Управління активами
Управління грошовими активами
Управління дебіторською заборгованістю
Управління запасами
Управління інтелектуальними активами
Управління необоротними активами
Управління оборотними активами
Факторинг
Фінансовий цикл підприємства
Форфейтинг

6.1. АКТИВИ ЯК ОБ'ЄКТ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

Активи — це ресурси, контрольовані підприємством, сформовані у результаті минулих подій, використання яких, як очікується, приведе до отримання економічних вигод у майбутньому. До активів відносять матеріальні цінності, нематеріальні активи і кошти, що належать підприємству на певну дату.

Згідно з НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» активи підприємства поділяються на оборотні та необоротні.

Оборотні активи — це частина майна підприємства, яка втілена у гроші та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу або протягом 12 місяців з дати балансу. Для оборотних активів як частини авансованого капіталу підприємств властиві такі ознаки:

1) мають бути заздалегідь вкладені, тобто авансовані до отримання виручки від реалізації продукції;

2) оборотні активи як ліквідні ресурси не витрачаються і не споживаються, але постійно повинні поновлюватися в господарському обігу;

3) абсолютна потреба в оборотних активах залежить передусім від обсягу господарської діяльності, умов постачання і збуту; недостатність їх або неефективне використання негативно впливає на фінансовий стан підприємства.

До оборотних активів належать: запаси, поточні біологічні активи, дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги; дебіторська заборгованість за розрахунками; інша поточна дебіторська заборгованість; поточні фінансові інвестиції; грошові кошти та їх еквіваленти; витрати майбутніх періодів; інші оборотні активи.

Необоротні активи — це частина майна підприємства, яка багаторазово бере участь у процесі господарської діяльності і переносить свою вартість на готову продукцію способом нарахування амортизаційних відрахувань.

До необоротних активів належать: нематеріальні активи, незавершені капітальні інвестиції, основні засоби, інвестиційна нерухомість, довгострокові біологічні активи, довгострокові фінансові інвестиції, довгострокова дебіторська заборгованість, відстрочені податкові активи, інші необоротні активи.

У балансі активи підприємства розміщені у трьох розділах:

I розділ — необоротні активи;

II розділ — оборотні активи;

III розділ — необоротні активи, утримувані для продажу, і групи вибуття.

Активи підприємства можна класифікувати за такими ознаками, як це показано на рис. 6.1.

Отже, відповідно до основних ознак активів вони розподіляються так.

1. Залежно від об'єкта управління:

а) необоротні активи;

б) оборотні активи.

2. Залежно від характеру володіння активами:

а) власні активи: це активи підприємства, які постійно перебувають у його володінні та відображаються в балансі;

б) орендовані активи: активи, які тимчасово перебувають у володінні підприємства відповідно до укладених угод оренди (лізингу).

3. Залежно від характеру обслуговування:

а) операційні активи: активи, які безпосередньо використовуються в комерційно-виробничій діяльності підприємства для отримання операційного прибутку;

б) інвестиційні активи: сукупність майнових цінностей підприємства, пов'язаних зі здійсненням інвестиційної діяльності. До складу інвестиційних активів включають: незавершені капітальні інвестиції; устаткування, призначене до монтажу; довгострокові фінансові інвестиції, короткострокові фінансові вкладення.

4. Залежно від характеру фінансових джерел формування активів:

а) валові активи: сукупність майнових цінностей підприємства, сформованих за рахунок власних і залучених коштів;

б) чисті активи: сукупність майнових цінностей підприємства, сформованих виключно за рахунок власних коштів. Вартість чистих активів визначається за формулою

$$ЧА = А - ПК, \quad (6.1)$$

де ЧА — вартість чистих активів; А — загальна сума активів підприємства; ПК — загальна сума позичених коштів.

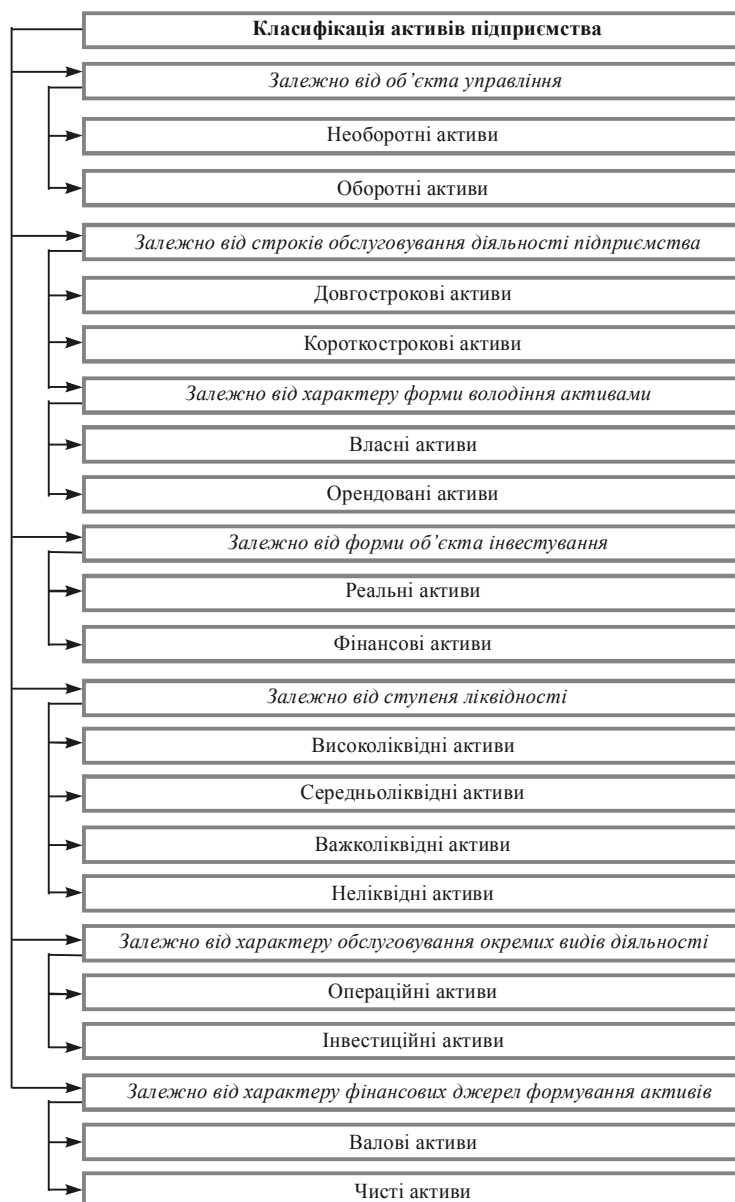


Рис. 6.1. Класифікація активів підприємства за основними ознаками

Характеризуючи активи як об'єкт управління, необхідно розглянути особливості їх окремих складових. Так, необоротні активи є найменш мобільною частиною майна підприємства, основна відмінність якої полягає в багаторазовому використанні в процесі господарської діяльності та в частковій амортизації протягом кожного операційного циклу.

У формуванні й управлінні необоротними активами необхідно враховувати їх переваги і недоліки порівняно з оборотними активами.

Основні переваги необоротних активів порівняно з оборотними — менший ризик впливу інфляційного процесу і можливе збільшення ринкових цін на нерухомість вищими темпами, ніж темпи інфляції; тривалий період використання у виробничому процесі, здатність приносити стабільний прибуток у разі несприятливої господарської діяльності.

До недоліків необоротних активів слід віднести низький рівень маневреності; неможливість швидко змінити структуру, низький рівень ліквідності і неспроможність забезпечити потік платежів за погіршення платоспроможності підприємства.

Водночас у процесі управління оборотними активами слід враховувати переваги і недоліки їх порівняно з необоротними активами. До основних переваг можна віднести таке: можливість швидкого перетворення оборотних активів на грошові кошти; вища ліквідність, перебування частини оборотних активів у вигляді готових засобів платежу; можливість підвищити швидкість обігу раціональним управлінням.

Недоліками можна вважати: можливе інфляційне знецінення грошових коштів; додаткові витрати на утримання зайвих оборотних активів, вищий рівень фінансових ризиків.

Загальною інформаційною базою в управлінні активами є баланс підприємства і передусім його актив. Ця інформація може задовольнити широке коло користувачів — як зовнішніх, так і внутрішніх.

Управління активами становить значну частину операцій фінансового менеджменту. Це пов'язано з великою кількістю елементів матеріально-речового складу, які потребують індивідуалізації управління, важливою роллю в забезпеченні платоспроможності підприємства, рентабельності продукції та результатів фінансової діяльності підприємства.

Управління активами підприємства у межах його фінансової політики передбачає розробку і реалізацію загальної політики управління активами, політики управління оборотними активами і політики управління необоротними активами, що дає змогу сформувати ефективну систему управління фінансами на підприємстві, яка забезпечує максимізацію ринкової вартості підприємства.

Основними передумовами формування загальної політики управління активами підприємства є: плани розвитку операційної діяльності та форм її диверсифікації у найближчій перспективі; забезпечення відповідності обсягу і структури активів підприємства обсягу та структурі виробництва і реалізації продукції; розроблені критерії оптимізації складу активів та ефективності їх використання; критерії вибору найпрогресивніших видів активів з позиції зростання ринкової вартості підприємства; шляхи прискорення обороту активів.

Управління активами — це система прийомів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із формуванням, розподілом та ефективним використанням активів підприємства.

Мета управління активами полягає у формуванні необхідного обсягу й оптимального складу активів підприємства і забезпечення їх ефективного викори-

стання. У процесі реалізації цієї мети управління активами підприємства спрямоване на розв'язання таких основних завдань:

- формування достатнього обсягу і необхідного складу активів, які забезпечують визначені темпи розвитку діяльності підприємства;
- забезпечення максимальної рентабельності активів, які використовуються за передбаченого рівня комерційного ризику;
- досягнення мінімізації комерційного ризику використання активів за передбаченого рівня їх рентабельності;
- забезпечення постійної платоспроможності підприємства за рахунок підтримання достатнього рівня ліквідності активів;
- оптимізація обороту активів.

Найважливішим напрямом управління активами підприємства є управління процесом їх формування, що здійснюється за окремими етапами:

- 1) аналіз забезпечення підприємства операційними активами з метою виявлення основних тенденцій у розвитку активів підприємства й оцінки рівня забезпечення ними процесів виробництва і реалізації продукції та виявлення резервів підвищення ефективності використання активів;
- 2) визначення потреби у загальному обсязі активів у плановому періоді з урахуванням планових обсягів виробництва і реалізації продукції;
- 3) оптимізація складу активів підприємства у плановому періоді за напрямками: оптимізація співвідношення необоротних і оборотних активів; оптимізація співвідношення активної і пасивної частин необоротних активів; оптимізація співвідношення основних видів оборотних активів;
- 4) вибір видів активів у процесі задоволення потреби у них на основі порівняльної оцінки їх аналогів за критеріями продуктивності, технологічності, надійності і якості.

Суб'єкти господарювання в ринковому середовищі несуть повну матеріальну відповідальність своїми доходами і майном за фінансову політику, яку вони проводять. Це обумовлює необхідність оцінки ефективності управління активами підприємства. Відсутність такої оцінки може призвести до втрати фінансової стійкості підприємства, його неплатоспроможності внаслідок дефіциту грошових коштів і до інших негативних наслідків. Без оцінки ефективності управління активами неможливо правильно вибрати обґрунтовану стратегічну і тактичну політику управління фінансами підприємства.

Як показують проведені вченими дослідження, на 80 % підприємств фінансова стійкість залежить від якості довго- і середньострокових управлінських рішень щодо управління активами.

Ефективне управління оборотними активами полягає у такому.

1. Вибір оптимального рівня і раціональної структури оборотних активів з урахуванням специфіки діяльності кожного підприємства. При цьому найзагальнішими умовами забезпечення раціональної структури оборотних активів для всіх підприємств незалежно від організаційно-правових форм господарювання і форм власності є такі: по-перше, вартість оборотних активів (без урахування грошових коштів) має бути більшою або дорівнювати сумі кредиторської заборгованості за товарними операціями. По-друге, сума дебі-

торської заборгованості на визначену дату за балансом повинна бути меншою або дорівнювати загальній сумі кредиторської заборгованості на відповідну дату.

2. Вибір оптимального рівня джерел формування оборотних активів, урахуваючи при цьому ефективність використання оборотного капіталу та ризику, який впливає на фінансову стійкість і платоспроможність підприємства.

3. Наявність *чистого оборотного капіталу*, який дає змогу забезпечити рівень ліквідності балансу підприємства (абсолютної, поточної, загальної). Визначені коефіцієнти повинні перевищувати оптимальні значення або дорівнювати їм. У практиці господарювання мінімальна величина чистого оборотного капіталу має бути не нижче за 10 % загального обсягу оборотних активів. Інакше підприємство може втратити платоспроможність. У разі від'ємного значення чистого оборотного капіталу підприємство змушене залучати кредити комерційного банку.

4. Забезпеченість підприємства оптимальним розміром грошових коштів, який залежить від обсягу виробництва та швидкості обороту оборотних активів, у тому числі і грошових коштів. Ефективне управління оптимальним розміром грошових коштів досягається прискоренням надходження грошових коштів на поточний рахунок підприємства, скороченням періоду для здійснення розрахунків за відвантажену продукцію, підвищенням ефективності від вкладених грошових коштів.

Завдання підвищення ефективності використання грошових коштів може бути досягнуте через інвестування у високоліквідні фінансові інструменти або зберігання тимчасово вільних грошових коштів на депозитних рахунках комерційних банків. Підвищується ефективність використання грошових коштів за рахунок мінімізації сукупних витрат на їх утримання і зворотної конвертації короткострокових вкладень у готівкові засоби платежу.

5. Вибір оптимального операційного і фінансового циклів через скорочення виробничого процесу, прискорення оборотності дебіторської заборгованості та уповільнення оборотності кредиторської заборгованості.

6. Оптимізація параметрів розрахункових операцій на основі вимог та потреб моделі управління дебіторською заборгованістю, а також строку іммобілізації фінансових ресурсів у сферу обігу, мінімізація тривалості обороту оборотного капіталу, здійснення розрахунків з постійними покупцями шляхом періодичних платежів, тобто періодичних грошових переказів.

Підвищення ефективності управління необоротними активами полягає у такому:

1) формування необхідного рівня інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів за рахунок правильно обраної амортизаційної політики;

2) визначення необхідного обсягу оновлення операційних необоротних активів (на простій чи розширеній основах);

3) вибір найефективніших форм оновлення окремих груп необоротних активів (способом зіставлення вартості оновлення у розрізі його окремих груп).

6.2. УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ

6.2.1. Завдання управління оборотними активами

Ефективна діяльність суб'єктів господарювання залежить від вмілого формування і використання оборотних активів. Якість управління оборотними активами впливає на безперервність процесу виробництва та реалізації продукції, ліквідність підприємства та його платоспроможність. Тому одним з основних завдань управління підприємством є ефективне управління оборотними активами. Оборотні активи як невід'ємна частина всього майна, яке задіяне у операційній діяльності, впливають на формування економічного результату й у деяких випадках цей вплив може бути вирішальним.

Управління оборотними активами пронизує всі ланки управлінської діяльності. Питання, пов'язані з управлінням оборотними активами, перебувають на стику виробничого, маркетингового і фінансового менеджменту, внаслідок чого зростає роль управління оборотними активами, оскільки вимагає узгодження дій різних служб управління підприємства. Фінансовий аспект управління оборотними активами передбачає дослідження процесів їх формування і використання, а також оцінку економічних наслідків зміни цих процесів у часі.

Вирішення питань, пов'язаних із управлінням оборотними активами, є безперервним процесом (на відміну від інших напрямів фінансового менеджменту, наприклад, управління структурою капіталу чи сплатою дивідендів, коли управлінські рішення приймаються періодично). Це пов'язано з тим, що оборотні активи є матеріальною основою всієї господарської і комерційної діяльності підприємства, і тому — постійним і важливим об'єктом управління. Тобто управління оборотними активами відрізняється від інших сфер діяльності фінансового менеджера перш за все кількістю часу, який має бути присвячений на виконання цієї функції фінансового менеджменту.

Отже, управління оборотними активами досить важкий і кропіткий процес, що обумовлено, по-перше, значним обсягом коштів, що інвестується в оборотні активи; по-друге, складною структурою оборотних активів; по-третє, визначальною їх роллю у забезпеченні операційної діяльності підприємства; по-четверте, високим рівнем їх трансформації, від чого залежить ліквідність і ділова активність підприємства.

Мета управління оборотними активами — забезпечення достатності оборотних активів для нормального функціонування підприємства та ефективного їх використання у його діяльності. Із зазначеної мети основні завдання управління оборотними активами такі:

1) аналіз оборотних активів підприємства у минулому періоді. Треба розглянути показники динаміки загального і середнього обсягів оборотних активів та їх питомої ваги у загальній сумі активів, у тому числі у зіставленні з темпами зміни обсягу реалізації продукції; вивчити склад оборотних активів у динаміці у розрізі їх видів та питомої ваги окремих їх видів у загальній сумі оборотних активів; розрахувати показники оборотності оборотних активів; визначити

ефективність їх використання; оцінити структуру джерел фінансування оборотних активів і рівень фінансового ризику, що генерується;

2) визначення оптимального обсягу і структури оборотних активів підприємства;

3) забезпечення ліквідності та платоспроможності підприємства;

4) забезпечення прискорення оборотності оборотних активів та оптимізація операційного процесу підприємства;

5) досягнення високої ефективності використання оборотних активів;

6) оптимізація складу і структури джерел фінансування оборотних активів для мінімізації витрат на їх фінансування.

Комплекс цих завдань і механізми їх реалізації відображаються у політиці управління оборотними активами, яка розробляється на підприємстві.

Політика управління оборотними активами — це складова загальної фінансової стратегії підприємства, яка полягає у розробці та обґрунтуванні управлінських рішень щодо формування необхідного обсягу і раціональної структури оборотних активів та оптимізацію структури джерел їх фінансування.

З метою управління оборотними активами тісно пов'язані принципи, на яких даний процес повинен базуватися. Основними принципами управління оборотними активами підприємства є принципи: взаємопов'язаності, своєчасності, координації, безперервності, оптимальності, раціональності.

Управління оборотними активами передбачає реалізацію окремих етапів. На першому етапі здійснюється аналіз оборотних активів підприємства у минулому періоді. Такий аналіз проводиться для оцінювання рівня забезпечення підприємства оборотними активами і виявлення резервів підвищення ефективності їх функціонування.

Другий етап управління оборотними активами полягає у виборі політики формування оборотних активів підприємства. У фінансовій науці виділяють три принципові підходи до формування оборотних активів підприємства: консервативний, агресивний і помірний. Вибір одного з підходів ґрунтується на прийнятному співвідношенні рівнів ефективності використання оборотних активів і ризику. Ці підходи суттєво відрізняються різними сумами оборотних активів, що використовуються для підтримки заданого обсягу виробництва, збуту, ліквідності, платоспроможності і фінансової стійкості підприємства.

Консервативний підхід передбачає не лише повне задоволення поточної потреби у всіх видах оборотних активів, необхідних для нормального ходу виробничої діяльності, але й створення значних розмірів їх резервів на випадок непередбачених складностей у процесах постачання, виробництва і реалізації продукції. Такий підхід, з одного боку, гарантує фінансову стійкість, платоспроможність, мінімізацію операційних ризиків підприємства, а з другого — негативно позначається на ефективності використання оборотних активів, а також на прибутковості підприємства внаслідок відволікання значних сум з обороту в запасах, дебіторській заборгованості і коштах.

Агресивний підхід полягає у мінімізації всіх страхових резервів за окремими елементами оборотних активів. За умов відсутності збоїв у виробничій діяльності такий підхід дозволяє одержати найвищий рівень ефективності використан-

ня оборотних активів. Однак збої у процесах постачання, виробництва і реалізації продукції можуть призвести до істотних фінансових втрат. Серед інших підходів до формування оборотних активів імовірність неплатоспроможності при застосуванні агресивного підходу — найвища.

Помірний підхід полягає у забезпеченні повного задоволення потреби у всіх видах оборотних активів і створення середніх страхових їх розмірів на випадок найтипівіших збоїв у процесі виробничо-збутової діяльності підприємства. Такий підхід забезпечує середнє для поточних умов співвідношення ризику й ефективності використання оборотних активів.

Третій етап управління оборотними активами передбачає оптимізацію обсягу оборотних активів. Така оптимізація повинна базуватися на обраному підході до формування оборотних активів, забезпечуючи заданий рівень співвідношення ефективності їх використання і ризику. У процесі оптимізації обсягу оборотних активів розробляється система заходів, спрямована на за діяння, виявлених у ході аналізу, резервів, спрямованих на скорочення тривалості операційного циклу підприємства. Однак реалізація цих заходів не повинна призводити до зменшення обсягів виробництва і реалізації продукції. Оптимізація обсягу оборотних активів підприємства здійснюється у розрізі окремих їх видів, на основі чого визначається загальний обсяг оборотних активів підприємства.

На четвертому етапі управління оборотними активами відбувається оптимізація співвідношення постійної та змінної частин оборотних активів підприємства. Коливання потреби в окремих видах оборотних активів можуть бути викликані сезонними та іншими особливостями здійснення операційної діяльності і сезонними особливостями попиту на продукцію підприємства. Тому у процесі управління оборотними активами слід визначати їх сезонну потребу (або іншу циклічну) як різницю між максимальною та мінімальною потребами в них протягом року. Співвідношення постійної і змінної частини оборотних активів підприємства є основою управління їх оборотністю і вибору конкретних джерел їх фінансування.

П'ятий етап полягає у забезпеченні необхідної ліквідності оборотних активів підприємства. Усі види оборотних активів більшою чи меншою мірою є ліквідними, крім витрат майбутніх періодів і безнадійної дебіторської заборгованості. Загальний рівень ліквідності оборотних активів повинен забезпечувати необхідний рівень платоспроможності підприємства за поточними фінансовими зобов'язаннями (у першу чергу — невідкладними). З цією метою з урахуванням обсягу і графіка майбутнього платіжного обороту має бути визначений необхідний обсяг оборотних активів у формі коштів, високо- і середньо ліквідних активів.

На шостому етапі управління оборотними активами розробляються заходи, спрямовані на забезпечення необхідної їх рентабельності. Оборотні активи повинні генерувати прибуток у їх використанні в операційній діяльності підприємства. Водночас окремі види оборотних активів можуть приносити підприємству прямий дохід у процесі фінансової діяльності у формі процентів і дивідендів. Тому одним з напрямів управління оборотними активами є забезпечення ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових акти-

вів для формування портфеля короткострокових фінансових інвестицій підприємства.

Сьомий етап управління оборотними активами підприємства полягає у формуванні принципів і виборі форм і джерел їх фінансування. Принципи фінансування окремих видів і складових оборотних активів конкретизуються виходячи із загальних принципів фінансування активів, що визначають формування структури і вартості капіталу підприємства. На основі визначених принципів фінансування оборотних активів у процесі розробки політики управління ними формуються підходи до вибору конкретної структури джерел фінансування, їх приросту з урахуванням тривалості окремих стадій фінансового циклу й оцінки вартості залучення складових капіталу. Детальніше ці питання будуть розглянуті у параграфі 6.2.5 цього підручника.

У процесі розробки політики управління оборотними активами необхідно зважати на фактори, які ускладнюють цей процес: тривалість виробничого і збутового циклів, що значно впливають на обсяг оборотних активів підприємства — що швидше сировина перетворюється на готову продукцію, а готова продукція — на кошти, то меншою буде іммобілізація коштів у запасах сировини, готовій продукції, дебіторській заборгованості.

Галузева специфіка суттєво впливає на управління оборотними активами, оскільки потреби в оборотних активах і можливості залучення кредитних ресурсів помітно відрізняються на підприємствах різних видів діяльності і навіть на підприємствах однієї галузі.

Фактор сезонності виробництва і реалізації продукції може викликати нестачу засобів для здійснення розрахунків із виконання зобов'язань через невідповідність термінів надходжень коштів і платежів. Стан кон'юнктури ринку — так, на зростаючому і високо конкурентному ринку, щоб не залишитися без товару для якнайшвидшого постачання споживачам необхідно підтримувати запаси готової продукції на достатньо високому рівні, а нарощування обороту, як правило, веде до збільшення дебіторської заборгованості підприємства, оскільки конкуренція змушує продавця залучати споживачів все вигіднішими умовами комерційного кредиту.

Таким чином, при управлінні оборотними активами слід враховувати їх особливості як об'єкта управління і фактори, що ускладнюють управління ними. Політика управління оборотними активами має забезпечувати компроміс між ефективністю використання оборотних активів і ризиком, що генерується ними.

При цьому слід врахувати, що цілі і характер використання окремих видів оборотних активів істотно відрізняються, що обумовлює необхідність деталізації особливостей управління окремими елементами оборотних активів.

6.2.2. Управління запасами

У процесі фінансово-господарської діяльності підприємству необхідно мати певну суму коштів для закупівлі сировини, матеріалів, напівфабрикатів, комплектуючих виробів та інших матеріальних цінностей. Ці матеріальні цінності призначені для забезпечення процесу виробництва і реалізації продукції.

Операційний цикл суттєво впливає на обсяг, структуру та ефективність використання матеріальних цінностей. У процесі управління запасами у межах операційного циклу необхідно особливо виділити виробничий цикл. Тривалість виробничого циклу включає: період обороту середнього запасу сировини, матеріалів, напівфабрикатів; період обороту середнього обсягу незавершеного виробництва; період обороту середнього запасу готової продукції. На тривалість виробничого циклу насамперед впливає прискорення оборотності матеріальних цінностей у процесі виробництва продукції.

Прискорення оборотності матеріальних цінностей досягається збільшенням частки оборотних активів з високою оборотністю і зниженням частки активів, що обертаються повільно.

До активів з високою оборотністю можна віднести: запаси сировини і матеріалів, з яких не створюються страхові резерви; запаси готової продукції, на яку існує високий попит; грошові кошти, які постійно перебувають у господарському обігу.

Матеріальні цінності з низькою оборотністю включають: сезонні запаси сировини і матеріалів; запаси готової продукції, попит на яку обмежений; довго-і короткострокова дебіторські заборгованості, поточні фінансові інвестиції строком погашення понад місяців.

Ефективне управління запасами дає змогу:

- зменшити виробничі втрати внаслідок дефіциту сировини і матеріалів;
- прискорити оборотність матеріальних запасів;
- мінімізувати надлишки запасів, які збільшують витрати і заморожують кошти, що можуть бути інвестовані в інші активи;
- знизити ризик старіння і псування товарів;
- зменшити витрати на зберігання товарів.

Мета управління запасами — забезпечення безперебійного процесу виробництва і реалізації продукції за дотримання оптимального запасу матеріальних цінностей.

Для досягнення зазначеної мети і забезпечення ефективного управління запасами на підприємстві розробляється спеціальна фінансова політика управління запасами.

Політика управління запасами — це складова загальної політики управління оборотними активами підприємства, яка полягає в оптимізації обсягу та структури матеріальних запасів, мінімізації витрат на їх обслуговування і забезпечення ефективного контролю за їх рухом.

Виходячи з мети управління запасами перед фінансовим менеджером ставляться такі завдання.

1. Провести *аналіз запасів товарно-матеріальних цінностей у минулому періоді*. Зокрема, слід розглянути показники загальної суми запасів матеріальних цінностей, їх динаміки, питому вагу в обсязі оборотних активів, вивчити структуру запасів у розрізі основних груп, виявити їх сезонні коливання, визначити ефективність використання різних груп виробничих запасів, розрахувати показники їх оборотності.

Основними завданнями цього аналізу є з'ясування рівня забезпечення виробництва і реалізації продукції відповідними матеріальними запасами та оцінка ефективності їх використання.

2. Обчислити оптимальні розміри основних груп поточних запасів. Для цього запас матеріальних цінностей необхідно поділити на дві основні групи: виробничі запаси (запаси сировини, матеріалів, напівфабрикатів) і запаси готової продукції.

У розрізі кожного із зазначених видів виділяються запаси поточного зберігання, тобто частина запасів, що постійно оновлюється, які формуються на регулярній основі і рівномірно витрачаються в процесі виробництва продукції або її реалізації покупцям.

Оптимальне управління запасами передбачає отримання чіткої відповіді на два основні питання: коли потрібно поповнити запаси і яким повинен бути обсяг замовлення. При цьому слід усвідомлювати, що одноразове вирішення проблеми оптимізації запасів неможливе, тому оптимізація запасів пов'язана з копіткою щоденною роботою.

Оптимізація основних груп запасів здійснюється за допомогою моделювання. Серед моделей управління запасами варто виділити такі.

1. *Модель економічного обґрунтованого розміру замовлення* EOQ (Economic Order Quantity), яка є класичною (основною) економіко-математичною моделлю управління запасами. Відома у літературі під багатьма назвами: «модель Уілсона (Вільсона, Вілсона), «модель Харріса», у вітчизняній літературі її ще називають «модель Уілсона — Харріса».

EOQ — це модель оптимального економічного розміру замовлення, який забезпечує мінімальну величину сукупних витрат і дає можливість мінімізувати витрати на зберігання запасу та допомагає визначити ефективну площу складських приміщень. Вся кількість одиниць замовлення надходить одночасно.

Оптимальний розмір замовлень матеріальних цінностей можна визначити за допомогою такої формули:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot Z \cdot P}{B}}, \quad (6.2)$$

де EOQ — оптимальний розмір замовлень матеріальних цінностей у натуральному вираженні; Z — витрати на підготовку замовлень (розміщення, доставка, приймання) у розрахунку на одне замовлення, грн; P — річна потреба в одиницях матеріальних цінностей (у натуральному виразі); B — витрати на зберігання запасів і складування у розрахунку на одиницю запасів, грн.

Отже, EOQ змінюється прямо пропорційно витратам на підготовку замовлень, річної потреби в матеріальних цінностях та обернено пропорційно витратам на утримання у розрахунку на одиницю запасу. Витрати на підготовку замовлення — це всі витрати, пов'язані з розміщенням замовлень, транспортуванням і прийманням матеріалів. Витрати на утримання запасів включають витрати на їх зберігання після придбання і доставки.

На рис 6.2 зображено графічну ілюстрацію оптимального розміру замовлення матеріалів.

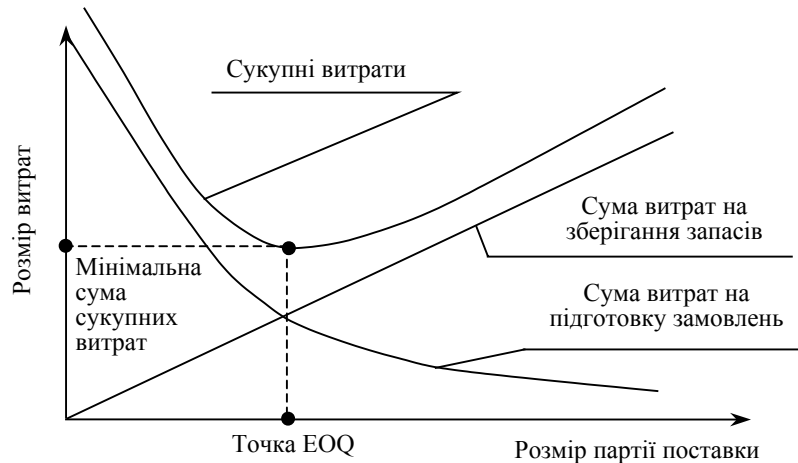


Рис. 6.2. Визначення оптимального замовлення матеріалів

Нижня точка графіка відповідає найменшим сукупним витратам на матеріали та оптимальному розміру їх замовлення.

Приклад 6.1. Річна потреба у певному виді сировини, матеріалів становить 2000 од., середня вартість витрат на організацію одного замовлення — 150 грн, а середні витрати на зберігання запасів — 75 грн.
Підставляючи дані у наведену формулу, отримаємо

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \cdot 2000 \cdot 150}{75}} = \sqrt{8000} = 89,4 \text{ од.}$$

Оптимальний середній розмір виробничого запасу товарно-матеріальних цінностей визначається за формулою

$$CЗ = \frac{EOQ}{2}, \quad (6.3)$$

де CЗ — середній розмір виробничого запасу (сировини, матеріалів).

$$CЗ = \frac{89,4}{2} = 44,7 \text{ од.}$$

За таких показників оптимального розміру партії поставок і середнього розміру запасу сировини та матеріалів операційні витрати підприємства на обслуговування запасу є мінімальними (рис. 6.3).

Аналогічно визначаються мінімальні операційні витрати на обслуговування запасів готової продукції. У наведеній вище формулі необхідно замість кількості виробничої потреби сировини і матеріалів використати показник планового обсягу виробництва продукції.

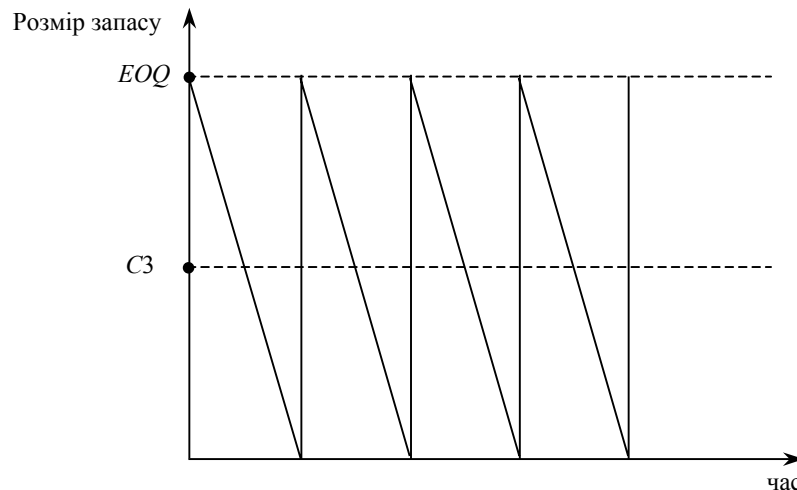


Рис. 6.3. Зміна залишку запасів за моделлю EOQ

Модель EOQ використовується більшістю підприємств розвинених країн як основа прийняття рішень з управління запасами.

Недоліком цієї моделі є досить жорстка система вхідних передумов, зокрема, припущення про незмінність попиту, незалежність оптових цін від обсягу партії товарів, що закуповується, та інші припущення.

Ці припущення в реальній практиці, особливо в умовах нестабільного ринкового середовища України, зазвичай не виконуються. Тому модель EOQ має велике теоретичне значення, а її практичне застосування обмежене. Проте на її основі у кожному конкретному випадку може бути побудована відповідна модифікація, яка враховує ті чи інші додаткові умови.

Однією з модифікацій моделі є включення до неї страхового запасу. Задача визначення розміру страхового запасу вирішується різними способами, але переважна більшість із них базуються на вартісному підході і підході забезпечення надійності. Перший — акцентує основну увагу на витратах на формування і зберігання страхового запасу, а другий — на забезпеченні надійності процесу виробництва і реалізації продукції.

2. *Модель виробничого замовлення («точно у зазначений термін»)* — ця модель використовується, якщо запаси безперервно надходять і відновлюються через певний час — вироби виготовляються і продаються одночасно, тобто запаси практично не створюються.

Такий підхід дає змогу отримати значний економічний ефект за рахунок зведення витрат на зберігання практично до нуля, однак висуває дуже високі вимоги до точності функціонування системи постачань. Якщо інтенсивність споживання ресурсу зі складу не є постійною та коливається навколо свого середнього рівня, тоді використання моделі є неможливим.

3. *Модель управління запасами з фіксованим розміром замовлення* — основним параметром цієї моделі є розмір замовлення, що має визначити обсяг поповнення запасів. Перевагою цієї моделі є економія витрат на зберігання запасів

на складі за рахунок зменшення площ під запаси. Основний недолік цієї моделі — необхідність здійснення постійного контролю наявності запасів на складі.

4. *Модель з фіксованим інтервалом часу між замовленнями* — фіксація інтервалу часу між замовленнями визначає момент, коли слід здійснити замовлення для поповнення запасу. Перевагою цієї моделі є відсутність постійного контролю наявності запасів на складі, а основним її недоліком — високий рівень максимального запасу, збільшення витрат на зберігання запасів на складі.

5. *Модель зі встановленою періодичністю поповнення запасів до постійного рівня* — дана модель універсальна і включає елементи попередніх моделей. Сутність полягає в тому, що замовлення на сировину і матеріали здійснюються не тільки залежно від часу, а й з урахуванням точки замовлення. Тобто ця модель дає можливість реагувати на значні коливання попиту на сировину, матеріали чи товари.

Основний недолік — необхідність відстежувати рівень запасів, що вимагає додаткових витрат на організацію постійного спостереження за станом величини запасів.

6. *Модель «мінімум-максимум»* — замовлення виконуються не через кожен заданий інтервал часу, а тільки за умови, що запаси на складі у цей момент виявилися рівними або меншими, ніж визначений мінімальний рівень.

Основний недолік даної моделі полягає в тому, що працює вона лише з двома рівнями запасів — мінімальним і максимальним.

3. Оптимізувати загальну суму запасів товарно-матеріальних цінностей, які включаються в оборотні активи

У сучасних умовах господарювання підприємствам не встановлюються нормативи формування оборотних активів, і вони можуть утримувати на балансі запаси на ту суму, яку підприємство вважає за доцільне і на яку має кошти. Водночас матеріальні цінності мають бути на такому рівні, щоб можна було забезпечити безперервність процесу виробництва і реалізації продукції. У критичних ситуаціях підприємство може продати частину своїх запасів або, навпаки, терміново їх закупити, щоб не зупинився виробничий процес.

Формування оптимальних матеріальних запасів є одним із основних елементів комерційної діяльності підприємства. Заниження величини запасів спричиняє нестійкий фінансовий стан підприємства, перебої виробничого процесу і, як наслідок, зниження обсягу виробництва і прибутку. Завищення розміру запасів, навпаки, знижує можливості підприємства здійснювати капітальні вкладення для розширення виробництва. Відволікання грошових коштів як власних, так і залучених, не дає можливості підприємству раціональніше й ефективніше використовувати вільні грошові кошти.

Для визначення оптимальної потреби в матеріальних запасів використовуються два методи: прямий і аналітичний.

Прямий метод визначення оптимального розміру запасів застосовується під час створення нового підприємства або для уточнення потреби в запасах підприємства, якщо значно змінюється асортимент виробництва продукції в плановому періоді.

Аналітичний метод застосовують за умови функціонування підприємства понад рік, коли в основному сформовані матеріальні запаси і не змінюється асортимент продукції в плановому періоді.

Аналітичний метод передбачає визначення потреби у виробничих запасах способом коригування оптимального їх розміру, який розрахований методом прямого розрахунку з урахуванням зміни обсягу виробництва і прискорення оборотності запасів.

Загальна сума запасів у складі оборотних активів підприємства включає поточні запаси, сезонні запаси сировини, матеріалів і готової продукції, запаси цільового призначення. Розрахунок оптимальної суми запасів здійснюється за формулою

$$Z_0 = (N_{ПЗ} \cdot OB_0) + Z_{C3} + Z_{ЦП}, \quad (6.4)$$

де Z_0 — оптимальна сума запасів; $N_{ПЗ}$ — норматив запасів поточного зберігання у днях обороту; OB_0 — одноденний обсяг виробництва (для запасів сировини і матеріалів) або реалізації (для готової продукції); Z_{C3} — сума запасів сезонного зберігання; $Z_{ЦП}$ — сума запасів цільового призначення.

4. Побудова ефективної системи контролю за рухом запасів на підприємстві. Серед систем контролю за рухом запасів набули поширення «Система ABC», «Система XYZ» та їх поєднання.

Система ABC — це поділ сукупності запасів матеріальних цінностей на три категорії за їх значимістю. Ця система базується на принципі Парето.

До категорії А включають матеріальні цінності з високою ціною, на їх частку припадає близько 80 % загальної вартості виробів, з тривалим циклом замовлення, які потребують постійного контролю, оскільки їх нестача пов'язана зі значними фінансовими труднощами. Постачання матеріалів категорії А здійснюється на основі плану.

До категорії В включають матеріальні цінності, які мають меншу значимість порівняно з категорією А у забезпеченні безперебійного операційного процесу і формуванні кінцевих результатів фінансової діяльності. Контроль за запасами категорії В здійснюють періодично, а їх постачання — на основі плану постачання матеріалів категорії А.

До категорії С включають всі інші матеріальні цінності, які не відіграють помітної ролі у формуванні кінцевих фінансових результатів. Контроль за запасами категорії С здійснюють вибірково, а їх постачання — на основі фактичної наявності, тобто зменшення запасів до критичного рівня є підставою для поповнення запасів.

Система XYZ — поділ сукупності запасів матеріальних цінностей на три категорії відповідно до структури споживання.

До категорії Х включають матеріальні цінності, використання яких має постійний характер, а тому їх постачання здійснюється паралельно із використанням.

До категорії Y включають матеріальні цінності, використання яких постійно змінюється у більший чи менший бік, тому для цих матеріалів створюються запаси.

До категорії Z включають матеріальні цінності, які використовуються нерегулярно, а для їх постачання здійснюється індивідуальні закупівлі.

Комбінація використання ABC та XYZ — систем контролю дозволяє згрупувати запаси у 9 підгруп та одержати ефективний інструмент планування і контролю матеріальних цінностей у процесі постачання (табл. 6.1).

Таблиця 6.1

**КОМБІНАЦІЯ ABC- I XYZ-СИСТЕМ КОНТРОЛЮ ЗА РУХОМ ЗАПАСІВ
ДЛЯ ПРИЙНЯТТЯ УПРАВЛІНСЬКИХ РІШЕНЬ**

Види матеріальних цінностей	А	В	С
X	AX. Висока споживна вартість	VX. Середня споживча вартість	CX. Низька споживча вартість
	Високий рівень надійності прогнозу споживання	Високий рівень надійності прогнозу споживання	Високий рівень надійності прогнозу споживання
Y	AY. Висока споживна вартість	VY. Середня споживча вартість	CY. Низька споживна вартість
	Середній рівень надійності прогнозу споживання	Середній рівень надійності прогнозу споживання	Середній рівень надійності прогнозу споживання
Z	AZ. Висока споживна вартість	VZ. Середня споживча вартість	CZ. Низька споживна вартість
	Низький рівень надійності прогнозу споживання	Низький рівень надійності прогнозу споживання	Низький рівень надійності прогнозу споживання

Під час управління цими підгрупами спостерігаються певні закономірності:

- підгрупи AX, AY, AZ потребують індивідуального управління;
- планування підгруп CX, CY, CZ здійснюється один раз на рік із щомісячним контролем наявності запасів;
- принцип управління підгрупами VX, VY, VZ можуть збігатися з групою А або з групою С.

Системи контролю за рухом запасів ABC і XYZ забезпечують управлінський персонал підприємства основною інформацією, з допомогою якої можна суттєво підвищити ефективність процесів постачання і виробництва.

Додатково одержані дані на основі систем контролю за рухом запасів ABC, XYZ першочергово сприяють скороченню витрат у сфері матеріально-технічного постачання. Внаслідок зменшення складських запасів матеріалів відбувається вивільнення капіталу і прискорення його оборотності, а отже, поліпшується фінансовий стан і фінансовий результат діяльності підприємства.

5. Відображати реальну вартість запасів матеріальних цінностей в умовах інфляції.

У зв'язку зі зміною номінального рівня цін на матеріальні цінності в умовах інфляційної економіки сформовані їх запаси потребують відповідного коригування до моменту використання матеріальних цінностей у виробництві або в процесі їх реалізації. Якщо коригування не проводити, тоді реальна вартість запасів таких активів буде занижена і, відповідно, буде занижений реальний роз-

мір інвестованого в них капіталу. Це порушить об'єктивність оцінки стану руху матеріальних цінностей.

У практиці фінансового менеджменту для відображення реальної вартості виробничих запасів можна застосувати *метод LIFO*, який полягає у використанні в обліку ціни за принципом «остання партія матеріальних цінностей до надходження — перша партія до витрат».

Другий *метод FIFO* передбачає оцінку виробничих запасів за принципом «перша партія матеріальних цінностей до надходження — перша партія до витрат».

За умови нестабільності цін відмінність зазначених принципів значно впливатиме на ціновий рівень витрат і балансову оцінку запасів.

Принцип FIFO веде до непорівнянності тенденцій купівельної ціни і динаміки цінового рівня витрат, а принцип LIFO містить можливість їх збігу. Використання середньозважених цін веде до повного збігу купівельних цін і цінових аспектів витрат, але протидіє відмінностям обох тенденцій.

Доцільним може бути оцінювання матеріальних витрат за поточними цінами, оскільки саме вони враховуватимуть зміни, що відбуваються в часі за рахунок зростання продуктивності праці та інфляційних процесів.

Розглянемо розрахунок витрат за оцінкою FIFO та LIFO (табл. 6.2).

Таблиця 6.2

ОЦІНЮВАННЯ МАТЕРІАЛЬНИХ ВИТРАТ ЗА МЕТОДАМИ LIFO І FIFO

Зміст операції	Кількість, шт.	Ціна, грн	Сума, грн
Залишок на початок місяця	12	10	120
№ 1 Надійшло за документами	25	10	250
№ 2 Надійшло за документами	15	9	135
№ 3 Надійшло за документами	30	8	240
Всього надійшло:	70	x	625
Витрачено на виробництво: за оцінкою LIFO	60	x	525
за оцінкою FIFO	60	x	569
Залишок: за оцінкою LIFO	22	10	220
за оцінкою FIFO	22	8	176

Виходячи з даних табл. 6.2, проведемо розрахунок витрат за оцінкою FIFO:

$$(12 + 25) \cdot 10 + (15 \cdot 9) + (60 - 12 - 25 - 15) \cdot 8 = 569 \text{ грн.}$$

Розрахунок витрат за оцінкою LIFO:

$$(30 \cdot 8) + (15 \cdot 9) + (60 - 30 - 15) \cdot 10 = 525 \text{ грн.}$$

Таким чином, метод визначення витрат за оцінкою LIFO дає можливість точніше відобразити поточні ціни сировини, матеріалів у собівартості готової продукції і більшою мірою відповідає економічній ситуації, оскільки виключає появу інфляційного прибутку.

Управління виробничими запасами не пряма функція фінансового менеджменту, але інвестування грошових коштів у товарно-матеріальні цінності є важливим аспектом фінансового менеджменту. Фінансові менеджери повинні бути добре обізнані з методами контролю запасів і вміти ефективно перерозподіляти вкладений у них капітал.

6.2.3. Управління дебіторською заборгованістю

Сучасний етап розвитку національної економіки характеризується значним уповільненням платіжного обороту, що спричиняє збільшення дебіторської заборгованості. У зв'язку з цим важливим завданням фінансового менеджменту є ефективне управління дебіторською заборгованістю.

Мета управління дебіторською заборгованістю — визначення оптимального її розміру і забезпечення своєчасної інкасації боргу.

Для досягнення зазначеної мети і забезпечення ефективного управління дебіторською заборгованістю на підприємстві розробляється спеціальна фінансова політика управління дебіторською заборгованістю.

Політика управління дебіторською заборгованістю — складова загальної політики управління оборотними активами і маркетингової політики підприємства, яка спрямована на збільшення обсягу реалізації продукції і полягає в оптимізації загального обсягу дебіторської заборгованості і забезпеченні своєчасної її інкасації.

Виходячи з цієї мети основними завданнями управління дебіторською заборгованістю є:

- 1) аналіз дебіторської заборгованості підприємства за минулий період;
- 2) визначення форм реалізації готової продукції покупцям;
- 3) визначення суми коштів, яка буде інвестуватися у дебіторську заборгованість у наступному періоді;
- 4) формування умов відвантаження готової продукції покупцям відповідно до укладених угод;
- 5) оцінювання кредитоспроможності покупців на підставі відомостей, які надаються ними;
- 6) розроблення порядку проведення інкасації дебіторської заборгованості у наступному періоді;
- 7) використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості;
- 8) здійснення ефективного контролю за рухом і своєчасною інкасацією дебіторської заборгованості.

Дебіторська заборгованість поділяється на такі види: дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги, строк сплати яких не настав; де-

біторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги, строк сплати яких минув; дебіторська заборгованість за розрахунками та інша поточна дебіторська заборгованість.

Найбільшу частку становить дебіторська заборгованість за відвантажену продукцію (понад 80 % загального обсягу дебіторської заборгованості підприємства). Тому управління дебіторською заборгованістю на підприємстві пов'язано з оптимізацією дебіторської заборгованості за розрахунками за реалізовану продукцію.

Управління дебіторською заборгованістю включає такі етапи¹:

- 1) аналіз дебіторської заборгованості у минулому періоді;
- 2) формування принципів кредитної політики стосовно покупців продукції;
- 3) визначення можливої суми коштів, що інвестуються у дебіторську заборгованість;
- 4) формування системи кредитних умов;
- 5) формування стандартів оцінки покупців і диференціація умов надання кредиту;
- 6) формування процедури інкасації дебіторської заборгованості;
- 7) забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованістю;
- 8) побудова ефективних систем контролю за рухом і своєчасною інкасацією дебіторської заборгованості.

На першому етапі здійснюється аналіз дебіторської заборгованості в минулому періоді. Такий аналіз проводиться для оцінювання рівня і складу дебіторської заборгованості підприємства, а також ефективності інвестованих у неї коштів. Оцінювання цього рівня здійснюється на основі визначення коефіцієнтів відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість, середнього періоду її інкасації, кількості оборотів дебіторської заборгованості, коефіцієнта прострочення дебіторської заборгованості. Коефіцієнт відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість розраховується за формулою

$$K_{\text{в.о.а}} = \frac{D_3}{Z_{\text{оа}}}, \quad (6.5)$$

де $K_{\text{в.о.а}}$ — коефіцієнт відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість; D_3 — дебіторська заборгованість за товарними операціями за минулий період; $Z_{\text{оа}}$ — загальна сума оборотних активів підприємства.

Приклад 6.2. На початок року дебіторська заборгованість за товари становила 1192 тис. грн, а на кінець року — 531 тис. грн. Відповідно, загальна вартість оборотних активів підприємства — 8680 тис. грн і 6474 тис. грн.

Обчислимо коефіцієнти відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість на початок і кінець звітного періоду:

¹ *Бланк І. О.* Управління фінансами підприємств [Текст] : підруч. / І. О. Бланк, Г. В. Ситник ; Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К. : [б. в.], 2006. — 780 с. — С. 209.

$$K_{\text{в.о.а}} = \frac{1192}{8690} = 0,14; \quad K_{\text{в.о.а}} = \frac{531}{6474} = 0,08.$$

Наведені розрахунки показують, що за звітний період зменшився коефіцієнт відволікання оборотних активів на 0,06 (0,08 – 0,14). Це позитивно характеризує роботу підприємства, оскільки у звітному періоді дебіторська заборгованість зменшилася з 1192 тис. грн на початок року до 531 тис. грн на кінець року, тобто на 661 тис. грн (1192–531).

Середній період інкасації дебіторської заборгованості визначається за формулою

$$P_{\text{і.д.з}} = \frac{D_{\text{з.с}}}{V_{\text{д}}}, \quad (6.6)$$

де $P_{\text{і.д.з}}$ — середній період інкасації дебіторської заборгованості; $D_{\text{з.с}}$ — середній залишок дебіторської заборгованості у звітному періоді; $V_{\text{д}}$ — одноденна виручка від реалізації продукції у звітному періоді.

Приклад 6.3. Доповнимо дані попереднього прикладу. Виручка від реалізації продукції за звітний період становила — 28 744 тис. грн.

Проведемо розрахунки: визначаємо одноденну виручку від реалізації продукції: $\frac{28\,744}{360} = 79,8$ тис. грн. Середній залишок дебіторської заборгованості у звітному періоді становить

$$D_{\text{з.с}} = \frac{1192 + 531}{2} = 861,5 \text{ тис. грн.}$$

Визначаємо середній період інкасації дебіторської заборгованості:

$$P_{\text{і.д.з}} = \frac{861,5}{79,8} = 10,8 \text{ днів.}$$

Середній період інкасації дебіторської заборгованості розраховується за кількома періодами. Якщо в динаміці цей показник зменшується, то це характеризує роботу підприємства позитивно, а якщо, навпаки, зростає, то — негативно.

Кількість оборотів дебіторської заборгованості за відповідний період розраховується за формулою

$$K_{\text{о.д.з}} = \frac{VP}{D_{\text{з}}}, \quad (6.7)$$

де VP — виручка від реалізації продукції за звітний період.

Приклад 6.4. Використовуючи наведені вище дані, визначаємо кількість оборотів дебіторської заборгованості за звітний період:

$$K_{\text{о.д.з}} = \frac{28\,744}{861,5} = 33,4 \text{ оборота.}$$

Зазначений показник також розраховується за кілька періодів і порівнюється між собою. Збільшення кількості оборотів дебіторської заборгованості є позитивним, а зменшення — негативним чинником у роботі підприємства.

Коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості розраховується за формулою

$$K_{\text{ГР}} = \frac{ДЗ_{\text{ГР}}}{ДЗ}$$

де — $K_{\text{ГР}}$ коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості; $ДЗ_{\text{ГР}}$ — сума дебіторської заборгованості, не сплаченої в передбачені строки, тис. грн; $ДЗ$ — загальна сума дебіторської заборгованості, тис. грн.

Для характеристики сумнівної і безнадійної дебіторської заборгованості підприємства також використовується показник середнього «віку» простроченої дебіторської заборгованості, який визначається за формулою

$$\bar{В}_{\text{ГР}} = \frac{\overline{ДЗ}_{\text{ГР}}}{\text{РП}_{\text{ден}}}$$

де $\bar{В}_{\text{ГР}}$ — середній «вік» простроченої дебіторської заборгованості; $\overline{ДЗ}_{\text{ГР}}$ — середній залишок простроченої дебіторської заборгованості; $\text{РП}_{\text{ден}}$ — сума одноденного обороту з реалізації продукції протягом періоду, що досліджується.

Результати проведеного аналізу використовуються з метою встановлення оптимальної дебіторської заборгованості в плановому періоді.

На практиці застосовуються нормативний і розрахунково-аналітичний методи визначення оптимальної дебіторської заборгованості в плановому періоді.

В основу *нормативного методу* покладено систему фінансових норм і техніко-економічних нормативів, що характеризують абсолютну величину дебіторської заборгованості, а також джерела їх фінансового забезпечення. Слід зазначити, що норми і нормативи можуть бути класифіковані за категоріями покупців, видів грошових розрахунків, строків погашення.

Щодо конкретного підприємства, то нормативний метод можна застосовувати за наявності постійних покупців.

Якщо підприємство не має постійних покупців, то це вимагає значної гнучкості моделі грошових розрахунків, а відповідно — і показників, які характеризують дебіторську заборгованість підприємства.

Сутність *розрахунково-аналітичного методу* полягає у тому, що на основі фінансово-економічних показників заборгованості за попередні періоди, які беруться за базові, та індексів їх зміни у плановому періоді відповідно до зміни моделі грошових розрахунків визначається планова величина дебіторської заборгованості підприємства.

Розрахунково-аналітичний метод застосовується як доповнення до нормативного і дає змогу формувати плановий показник та орієнтири під час формування стратегії управління дебіторською заборгованістю. Використання розрахунково-аналітичного методу супроводжується певним суб'єктивізмом, адже

аналіз і прийняття фінансових рішень ґрунтується на експертному оцінюванні параметрів моделі грошових розрахунків, в основі якого лежить особиста думка експертів.

Розрахунково-аналітичний метод також повинен доповнювати метод оптимізації фінансових рішень і бути інструментарієм економіко-математичного моделювання розрахункових операцій підприємства.

Сутність методу оптимізації фінансових рішень щодо управління дебіторською заборгованістю полягає у напрацюванні кількох сценаріїв з метою вибору найбільш оптимального варіанта (рис. 6.4).

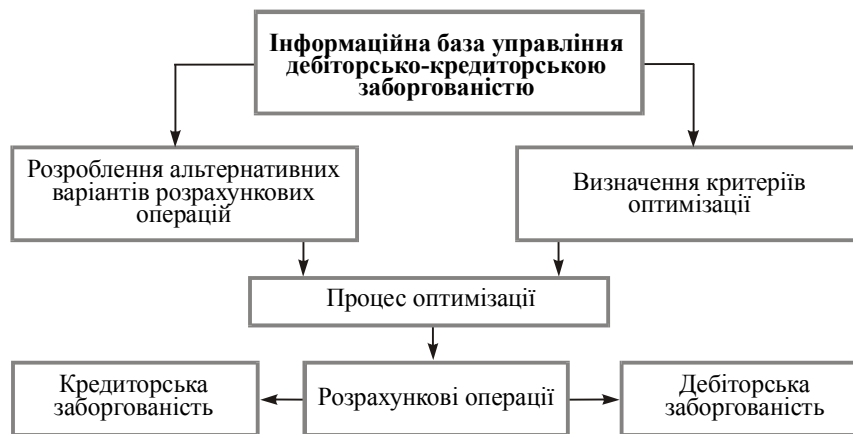


Рис. 6.4. Етапи планування заборгованості за методом оптимізації фінансових рішень щодо управління дебіторсько-кредиторською заборгованістю

З огляду на специфіку фінансово-господарської діяльності підприємства у процесі управління дебіторською заборгованістю і визначення та обґрунтування розрахункових операцій на основі використання методу оптимізації фінансових рішень доцільно використовувати такі критерії оптимізації фінансових рішень та реалізації моделі грошових розрахунків:

- мінімізація вартості капіталу підприємства;
- мінімізація накладних витрат;
- скорочення строку іммобілізації фінансових ресурсів у сферу обігу;
- максимізація використання ефекту фінансового левериджу;
- максимізація абсолютної суми прибутку підприємства та максимізація прибутку на одиницю вкладеного капіталу;
- максимізація рентабельності власного капіталу;
- мінімізація тривалості обороту капіталу, тобто прискорення оборотності капіталу;
- мінімізація податкових зобов'язань та ін.

Сутність економіко-математичного моделювання як методу планування дебіторської заборгованості підприємства полягає у тому, що з його допомогою

можна дати кількісну оцінку взаємозв'язків між окремими фінансовими показниками і факторами, які впливають на них. Цей взаємозв'язок виражається через економіко-математичну модель, що являє собою максимально наближену до реального життя математичну інтерпретацію фінансово-економічних процесів, зокрема розрахункових операцій, тобто опис факторів, які характеризують структуру та основні закономірності зміни даного економічного явища через математичні символи та прийоми — рівняння, нерівності, функції, таблиці, графіки.

Отже, основою обґрунтування стратегії і тактики управління дебіторською заборгованістю підприємства та визначення сукупності розрахункових операцій на основі економіко-математичного моделювання є кількісний аналіз інформаційної бази моделі грошових розрахунків з використанням математичних, статистичних й економетричних методів і прийомів.

До основних методів проведення кількісного аналізу у процесі моделювання дебіторської заборгованості підприємства можна віднести такі:

— *теорія процента та часова вартість грошей*: це дає змогу порівнювати вартості відділених у часі грошових потоків на підприємстві, використовуючи значення теперішньої чи майбутньої вартості грошей, визначеної на основі дисконтування чи компаундування;

— *диференційне та інтегральне числення*: дає можливість, з одного боку, визначати швидкість зміни одного фактора моделі відповідно до зміни іншого фактора, а з другого — провести оптимізацію цільової функції через пошук її максимуму-мінімуму;

— *теорія ймовірності і статистичні висновки*: дає змогу оцінити величину ймовірності настання певної події на основі оцінювання чи перевірки гіпотези визначити достовірність побудованого на основі минулих періодів тренду зміни величини параметра.

На другому етапі управління дебіторською заборгованістю обґрунтовуються управлінські рішення про принципи кредитної політики стосовно покупців продукції, які визначають тип кредитної політики підприємства.

Тип кредитної політики характеризує принципові підходи до її здійснення з позиції співвідношення рівнів прибутковості і ризику кредитної діяльності підприємства. Розрізняють три типи кредитної політики підприємства стосовно покупців продукції: консервативний, помірний і агресивний (табл. 6.3).

Консервативний (або жорсткий) тип кредитної політики підприємства спрямований на мінімізацію кредитного ризику. Така мінімізація розглядається як пріоритетна мета в провадженні його кредитної діяльності. Здійснюючи цей тип кредитної політики, підприємство не прагне отримати високий додатковий прибуток за рахунок розширення обсягу реалізації продукції.

Помірний тип кредитної політики характеризує типові умови її провадження відповідно до прийнятої комерційної і фінансової практики та орієнтується на середній рівень кредитного ризику під час продажу продукції з відстроченням платежу.

Агресивний (або м'який) тип кредитної політики підприємства має на меті збільшення додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації

продукції в кредит, незважаючи на високий рівень кредитного ризику, який супроводжує ці операції.

Таблиця 6.3

**ХАРАКТЕРИСТИКА ОКРЕМИХ ТИПІВ КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВА
СТОСОВНО ПОКУПЦІВ ЙОГО ПРОДУКЦІЇ**

Тип кредитної політики	Механізм реалізації	Можливі негативні наслідки
Консервативна (жорстка) кредитна політика	<ul style="list-style-type: none"> • Скорочення кола покупців продукції в кредит за рахунок виключення груп підвищеного ризику. • Мінімізація строків надання відстрочок платежів. • Мінімізація величини комерційного кредиту. • Встановлення жорстких умов надання кредиту. • Підвищення вартості комерційного кредиту. • Жорстка процедура інкасації дебіторської заборгованості 	<ul style="list-style-type: none"> • Ускладнюється формування стійких господарських зв'язків із покупцями продукції. • Повільніше зростають обсяги діяльності в умовах низького попиту на продукцію
Поміrkована (зважена) кредитна політика	<ul style="list-style-type: none"> • Підтримка середнього рівня ризику при продажу в кредит. • Встановлення зважених умов проведення кредитної політики 	<ul style="list-style-type: none"> • Практично немає
Агресивна (м'яка) кредитна політика	<ul style="list-style-type: none"> • Розширення кола дебіторів за рахунок більш ризикових груп. • Збільшення строків надання відстрочки платежів. • Збільшення величини наданого кредиту. • Зниження вартості надання кредиту. • Пом'якшення умов повернення дебіторської заборгованості (можливість її пролонгації) 	<ul style="list-style-type: none"> • Може призвести до надмірного вилучення фінансових ресурсів. • Існує загроза зниження платоспроможності. • Можливе збільшення витрат на стягнення боргів. • Зменшення рентабельності активів

У процесі вибору типу кредитної політики повинні враховуватися такі основні фактори.

1. Зовнішні фактори: кон'юнктура товарного ринку; сформовані в галузі й регіоні умови кредитування покупців; розмір банківських процентних ставок; рівень і динаміка інфляції; криза неплатежів; нормативне регулювання розрахункових, кредитних операцій, вексельного обігу, факторингових операцій; недосконалість процедур банкрутства.

2. Внутрішні фактори: стратегічні й тактичні цілі підприємства; можливості виробництва окремих видів продукції з урахуванням сезонності попиту і виробництва; фінансове становище підприємства і його фінансові можливості; пе-

редбачуваний ступінь можливого ризику й очікувані втрати від політики реалізації продукції; платоспроможність покупців, партнерські відносини між ними; споживчий попит, обсяг закупівель; налагодженість практики застосування санкцій за прострочення оплати.

На третьому етапі управління дебіторською заборгованістю визначають можливу суму коштів, що інвестується у дебіторську заборгованість у наступному періоді. Розрахунок проводять за формулою

$$I_{ДЗ} = \frac{O_p K \cdot K_{СЦ} \cdot (\overline{ПНК} + \overline{ПП})}{ДЗ_{РП}}, \quad (6.10)$$

де $I_{ДЗ}$ — необхідна сума фінансових ресурсів, які інвестуються у дебіторську заборгованість; $O_p K$ — планований обсяг реалізації продукції у кредит; $K_{СЦ}$ — коефіцієнт співвідношення собівартості й ціни продукції, виражений десятковим дробом; $\overline{ПНК}$ — середній період надання кредиту покупцям, у днях; $\overline{ПП}$ — середній період прострочення платежів за наданим кредитом, у днях; $ДЗ_{РП}$ — середній залишок дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями у періоді, що досліджується.

На четвертому етапі управління дебіторською заборгованістю проводять формування системи кредитних умов. До складу кредитних умов входять такі елементи:

- строк надання кредиту (кредитний період);
- обсяг кредиту, що надається (кредитний ліміт);
- вартість надання кредиту (система цінових знижок під час здійснення негайних розрахунків за придбану продукцію);
- система штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань покупцями.

На етапі формування стандартів оцінки покупців і диференціації умов надання кредиту визначається рівень кредитного ризику, на який підприємство готове піти в процесі надання покупцям товарного кредиту.

Встановлення таких стандартів оцінки покупців базується на оцінці їх кредитоспроможності.

Формування системи стандартів оцінки покупців включає такі елементи¹ [1, с. 218]:

- визначення системи характеристик, що оцінюють кредитоспроможність окремих груп покупців;
- формування та експертиза інформаційної бази проведення оцінки кредитоспроможності покупців;
- вибір методів оцінки окремих характеристик кредитоспроможності покупців (статистичний, нормативний, експертний та інші);
- групування покупців продукції за рівня кредитоспроможності;
- диференціація кредитних умов відповідно до рівнем кредитоспроможності покупців.

¹ *Бланк І. О.* Управління фінансами підприємств [Текст] : підруч. / І. О. Бланк, Г. В. Ситник ; Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К. : [б. в.], 2006. — 780 с. — С. 218.

Шостий етап управління дебіторською заборгованістю — формування процедури інкасації дебіторської заборгованості — передбачає розробку ряду заходів з погашення дебіторської заборгованості, терміни сплати якої прострочені. Це процедури взаємодії з покупцями у випадку порушення умов оплати, системи покарання контрагентів, які допустили прострочення платежів, та ін.

Заходи з інкасації дебіторської заборгованості можна узагальнено подати у вигляді табл. 6.4.

При цьому можуть використовуватися різні методи, які можна об'єднати у такі групи:

- юридичні — претензійна робота, подача позову до суду;
- економічні — фінансові санкції (штраф, пеня, неустойка), передача в заставу майна і майнових прав, призупинення постачань продукції;
- психологічні — нагадування телефоном, факсом, поштою, використання ЗМІ чи поширення інформації серед суміжних постачальників, що загрожує боржнику втратою іміджу;
- фізичні — арешт майна боржника, проведений органами державної виконавчої служби на виконання рішення суду.

Таблиця 6.4

МОЖЛИВІ ЗАХОДИ З ПОГАШЕННЯ ДЕБІТОРСЬКОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ

Заходи	Зміст
1. Нагадування телефоном	Щоденно або 2–3 рази на тиждень
2. Письмове нагадування	У листі вказуються пропозиції з узгодження графіку погашення дебіторської заборгованості, а також можливості звернутися до вищого органу
3. Узгодження графіків погашення	Графік в якості пропозиції визначає домовленість сторін з вказівкою на санкції за його невиконання
4. Отримання інформації про дебітора	Отримання додаткової інформації про фінансовий стан підприємства з різних джерел
5. Проведення взаємозаліку	Разом із дебітором з'ясовуються можливості проведення взаємозаліку
6. Рефінансування заборгованості	Оформлення простого чи переказного векселя
7. Реструктуризація заборгованості	Зміна угоди між сторонами, форми та терміну виконання
8. Реалізація продукції та майна дебітора	Дебітор передає права на реалізацію продукції та майна за узгодженням списку

Процедура стягнення дебіторської заборгованості має включати такі дії:

— телефонування до бухгалтерії покупця, щоб нагадати про суму заборгованості і період її прострочення, а також поцікавитися причиною затримки платежу і дізнатись про можливий строк оплати рахунка;

— направлення боржнику акта звіряння разом із листом, який містить прохання погасити наявну заборгованість;

- направлення боржнику листа, підписаного юристом підприємства про наміри звернутися до суду з метою стягнення боргу;
- звернення до суду (за значних сум заборгованості).

На сьомому етапі управління дебіторською заборгованістю розробляються управлінські рішення про забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості.

Розвиток ринкових відносин та інфраструктури фінансового ринку уможливує використання в практиці фінансового менеджменту ряду нових форм управління дебіторською заборгованістю, тобто її рефінансування, або прискореного методу переведення дебіторської заборгованості в більш ліквідні оборотні активи, грошові кошти, короткострокові цінні папери.

Основними формами рефінансування дебіторської заборгованості є: факторинг, облік векселів, які видані покупцям продукції, або їх продаж на фінансовому ринку, форфейтинг, спонтанне рефінансування.

Факторинг — це фінансова операція, за якої підприємство-продавець передає право отримання грошей за платіжними документами за відвантаженою продукцію банку.

За здійснення такої операції банк стягує з підприємства-продавця певну комісійну плату, яка встановлюється у процентах до суми платежу.

Ставки комісійної плати диференціюються з урахуванням рівня платоспроможності покупця і передбачених строків сплати платіжних документів. Банк здійснює кредитування підприємства-продавця у формі попередньої сплати боргових зобов'язань щодо платіжних документів.

Зауважимо, що в момент оформлення договору факторингу банк оплачує підприємству-продавцю не більше як 80 % загальної суми боргу, а остаточні розрахунки провадяться лише після повного надходження коштів від платника.

Факторингова операція дає змогу підприємству-продавцю рефінансувати переважну частину дебіторської заборгованості, щодо наданого покупцеві кредиту в короткі строки, скоротивши таким чином період фінансового й операційного циклів.

До недоліків факторингової операції слід віднести лише додаткові витрати продавця, пов'язані з продажем продукції, а також втрати прямих зв'язків продавця продукції з покупцем у процесі здійснення платежів.

Облік векселів або їх продаж на фондовому ринку — це фінансова операція з продажу векселів банку або іншій фінансовій інституції, іншому суб'єктові господарювання за певною (дисконтною) ціною, яка встановлюється залежно від їх номіналу, строку погашення та облікової вексельної ставки.

Облікова вексельна ставка включає середню депозитну ставку, ставку комісійної винагороди, а також премію за ризик у разі сумнівної платоспроможності векселедавця. Зазначена операція може бути здійснена тільки щодо переказного векселя.

За цієї форми рефінансування дебіторської заборгованості визначається сума дисконту за формулою

$$Д = \frac{В_{в.н} \cdot Т \cdot С_v}{100\% \cdot 360}, \quad (6.11)$$

де D — сума дисконту, що залишається банку; $V_{в.н}$ — номінальна вартість векселя; T — кількість днів від продажу (обліку) векселя до моменту погашення його векселедержателем; C_b — річна облікова вексельна ставка щодо здійснення дисконтування суми векселя.

У випадку, якщо вексель продається на фондовому ринку, загальні витрати, пов'язані з рефінансуванням дебіторської заборгованості, складаються із виплаченої біржовому посереднику комісійної винагороди та можливої курсової різниці при продажу векселя за ціною, меншою від номіналу.

Форфейтинг — це фінансова операція з рефінансування дебіторської заборгованості з експортного товарного кредиту шляхом передання (індосаменту) переказного векселя на користь банку зі сплатою йому комісійної винагороди.

Банк бере на себе зобов'язання з фінансування експортної операції шляхом сплати за обліковим векселем, який гарантується наданням авалу банку держави імпортера.

Для того щоб зменшити ризик можливих втрат у разі неповернення частини боргу, банк вимагає значну знижку з ціни (дисконт). Розмір цього дисконту є ціною рефінансування дебіторської заборгованості за допомогою форфейтингу. Найчастіше форфейтинг використовується під час експортних операцій і дає змогу експортеру негайно отримати грошові кошти через облік векселів. За змістом форфейтинг об'єднує елементи факторингу і обліку векселів.

Спонтанне рефінансування — найпоширеніша форма прискорення розрахунків і полягає в наданні знижки за дострокову сплату покупцем платіжних документів.

Розмір встановленої знижки з ціни продукції є ціною спонтанного рефінансування для підприємства-продавця у випадку, якщо покупець скористується наданою знижкою. Умови надання цінової знижки за прискорення розрахунків записують у скороченому вигляді. Так, наприклад, запис «5/10, нетто 30» означає, що покупець продукції отримає знижку у 5 % з ціни, якщо розрахується з продавцем протягом перших 10 днів після поставки продукції за умови максимального терміну відстрочення платежу 30 днів.

Продавець може надати знижку в межах банківського процента, який може отримати в разі негайного вкладання вивільненої суми на депозитний рахунок. З іншого боку, покупець також мусить визначитися, що вигідніше: чекати договірного строку сплати дебіторської заборгованості і втратити знижку, чи скористатися знижкою і достроково оплатити товар. Для цього покупцем розраховується ціна упущеної вигоди і порівнюється із середньою процентною ставкою банківського кредиту. Упущена вигода покупця у разі відмови від наданої продавцем знижки визначається за формулою

$$Ц_з = \frac{З}{100 - З} \cdot 100 \frac{360}{D_t - P_з}, \quad (6.12)$$

де $Ц_з$ — ціна відмови від наданої продавцем знижки, %; D_t — договірний термін сплати покупцем отриманої продукції, днів; $P_з$ — період, протягом якого надається знижка, днів; $З$ — знижка, яка надається продавцем, %.

Приклад 6.5. Продавець реалізує продукцію на таких умовах: ціна одиниці товару — 850 грн, знижка — 2 % за умови сплати продукції у 15-денний термін, договірний термін сплати — 30 днів, середня процентна ставка банківського кредиту — 20 %.

Використовуючи наведену вище формулу, визначаємо втрачену вигоду:

$$Ц_3 = \frac{2}{100 - 2} \cdot 100 \cdot \frac{360}{30 - 15} = 48,9\% .$$

Додаткова вигода покупця від дострокової сплати продукції становитиме

$$\frac{850 \cdot 48,9\%}{100\%} = 416 \text{ грн} ,$$

сума процентів за кредит:

$$\frac{850 \cdot 20\%}{100\%} = 170 \text{ грн} ,$$

чиста вигода покупця в розрахунку на рік:

$$416 - 170 = 246 \text{ грн} ,$$

чиста вигода покупця в розрахунку на місяць:

$$246 : 12 = 20,5 \text{ грн} .$$

Оскільки потенційна вигода покупця (48,9 %) перевищує проценти за банківський кредит (20 %), тоді є сенс скористатися пропозицією продавця щодо знижки з ціни товару і сплатити його протягом пільгового терміну. Водночас продавець також проводить розрахунки щодо обґрунтування доцільного надання знижки покупцеві за дострокову сплату дебіторської заборгованості.

Для цього розраховується річна норма процентної ставки за комерційний кредит і порівнюється з процентною ставкою за користування банківським кредитом. Річна норма процентної ставки за комерційний кредит розраховується за формулою

$$ПС_k = \frac{3 \cdot 360}{СП_0} , \quad (6.13)$$

де $ПС_k$ — річна норма процентної ставки за комерційний кредит, %; 3 — знижка, що надається покупцям за дострокову сплату продукції, %; $СП_0$ — середній період обороту дебіторської заборгованості за результатами аналізу минулого періоду, днів.

Приклад 6.6. Підприємство надає покупцеві знижку за дострокову сплату дебіторської заборгованості в розмірі 2 % до суми платежу, середній період обороту дебіторської заборгованості за минулий період становить 37 днів, середня річна процентна ставка банківського кредиту — 20 %.

$$ПС_k = \frac{2 \cdot 360}{37} = 19,5\% .$$

Річна норма процентної ставки за комерційний кредит становить 19,5 %, а середня річна процентна ставка банківського кредиту — 20 %, тобто рівень процентної ставки банківського кредиту перевищує рівень процентної ставки за комерційний кредит на 0,5 % (20 – 19,5). Це свідчить про доцільність надання знижки за дострокову сплату продукції в розмірі 2 %.

Восьмий етап управління дебіторською заборгованістю — побудова ефективною системи контролю за рухом і своєчасною інкасацією дебіторської заборгованості. Це необхідно для того, щоб забезпечити надходження інформації не тільки про те, що відбулося, але й про відхилення, які можуть мати місце, що дає змогу здійснювати регулювання у превентивному порядку.

Такий контроль організовується в межах побудови загальної системи фінансового контролю на підприємстві як її самостійний блок. Одним із видів таких систем контролю є система АВС стосовно портфеля дебіторської заборгованості підприємства.

До категорії А включаються при цьому найбільш великі й сумнівні види дебіторської заборгованості («проблемні кредити»); до категорії В — кредити середніх розмірів; до категорії С — інші види дебіторської заборгованості, що суттєво не впливають на фінансові результати діяльності підприємства.

Найбільшого значення набуває здійснення контролю, який дає змогу з'ясувати, наскільки ефективно та своєчасно відбувається погашення дебіторської заборгованості, наскільки запропонована відстрочка платежу відповідає вимогам ринку та стану на ньому підприємства.

Для оцінювання ефективності політики управління дебіторською заборгованістю підприємства слід аналізувати динаміку показника ефекту від інвестування коштів у дебіторську заборгованість як в абсолютних, так і у відносних показниках. Тенденція до зростання цих показників свідчатиме, що підприємство здійснює ефективну політику управління дебіторською заборгованістю.

6.2.4. Управління грошовими активами

Управління грошовими активами або залишком коштів, що постійно перебувають у розпорядженні підприємства, є важливою невід'ємною частиною управління оборотними активами. Об'єктами управління є кошти в касі, на поточних рахунках, у дорозі та їх еквіваленти. Розмір залишку грошових активів, яким оперує підприємство в процесі господарської діяльності, визначає рівень його абсолютної платоспроможності, впливає на тривалість операційного циклу (а отже, і на обсяг коштів, що інвестуються в оборотні активи), а також характеризує певною мірою інвестиційний потенціал здійснення підприємством короткострокових фінансових вкладень за рахунок оборотного капіталу.

Формування підприємством грошових активів обумовлені рядом чинників, які покладені в основу відповідної класифікації залишків його коштів.

Операційний (або транзакційний) залишок грошових активів формується з метою забезпечення поточних платежів, пов'язаних з операційною діяльністю підприємства, він є основним у складі сукупних грошових активів підприємства.

Страховий (або резервний) залишок грошових активів формується для страхування ризику несвоєчасного надходження грошових коштів від операційної діяльності. Необхідність формування страхового залишку обумовлена вимогами підтримки постійної платоспроможності підприємства за невідкладними фінансовими зобов'язаннями. На його розмір значною мірою впливає доступність одержання підприємством короткострокових фінансових кредитів.

Компенсаційний залишок грошових активів формується на вимогу банку, що здійснює розрахунково-касове обслуговування підприємства і надає йому інші види фінансових послуг, як сума коштів, яка не знижується і яку підприємство відповідно до умов договору про банківське обслуговування повинно постійно зберігати на своєму розрахунковому рахунку. Це є однією з умов надання підприємству банківського кредиту та інших банківських послуг.

Інвестиційний (або спекулятивний) залишок грошових активів формується з метою здійснення ефективних короткострокових фінансових вкладень за сприятливої кон'юнктури на окремих сегментах грошового ринку. Інвестиційний залишок може цілеспрямовано формуватися лише за умови повного задоволення потреби у формуванні інших видів залишків.

Розглянуті види залишків грошових активів характеризують лише економічні мотиви формування підприємством своїх грошових авуарів, однак чітке їх розмежування в практичних умовах є досить проблематичним.

Мета управління грошовими активами підприємства — визначення оптимального залишку коштів, який необхідний для розрахунку за своїми невідкладними фінансовими зобов'язаннями (забезпечення постійної платоспроможності), а також визначення інвестиційних можливостей підприємства здійснювати короткострокові фінансові вкладення.

Для досягнення зазначеної мети і забезпечення ефективного управління грошовими активами на підприємстві розробляється спеціальна фінансова політика управління грошовими активами.

Політика управління грошовими активами — складова загальної політики управління оборотними активами підприємства, яка полягає в оптимізації сукупного розміру залишку коштів з позицій забезпечення постійної платоспроможності підприємства та ефективного їх використання у процесі зберігання.

Виходячи з цієї мети основними завданнями управління грошовими активами є:

- визначення оптимального залишку коштів для забезпечення безперервності діяльності підприємства;
- створення резервного залишку коштів на випадок можливого розширення обсягів діяльності;
- своєчасна трансформація тимчасово вільних коштів у високоліквідні фінансові інвестиції та їх зворотна конвертація для поповнення залишку грошових коштів;

- своєчасне забезпечення поточних платежів, пов'язаних із виробничо-комерційною діяльністю;
- формування інвестиційного залишку коштів для здійснення ефективних короткострокових фінансових вкладень в окремі сегменти грошового ринку;
- формування компенсаційного залишку коштів на поточному рахунку підприємства для своєчасного обслуговування невідкладних потреб підприємства;
- забезпечення прискорення оборотності коштів зменшенням операційного та фінансового циклів, скороченням розрахунків готівкою, своєчасною інкасацією виручки від реалізації продукції.

Управління грошовими активами включає такі етапи¹:

1. Аналіз грошових активів підприємства у попередньому періоді.
2. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства.
3. Диференціація середнього залишку грошових активів у розрізі національної та іноземних валют.
4. Вибір ефективних форм регулювання середнього залишку грошових активів.
5. Забезпечення рентабельного використання тимчасово вільного залишку грошових активів.
6. Побудова ефективних систем контролю за грошовими активами підприємства.

1. На першому етапі управління грошовими активами аналізуються грошові активи підприємства з позиції оцінки суми і рівня середнього залишку грошових активів для забезпечення платоспроможності підприємства та ефективності його використання. Зокрема, оцінюється рівень участі грошових коштів в оборотних активах підприємства в динаміці, середній період обороту і кількість оборотів грошових активів, визначається рівень абсолютної платоспроможності підприємства, рівень відволікання вільного залишку грошових активів у короткострокові фінансові інвестиції і рентабельність короткострокових фінансових інвестицій.

Зменшення залишку грошових коштів може здійснюватися шляхом оптимізації грошового обороту в плановому періоді або прискорення оборотності грошових коштів.

Оптимізувати грошовий оборот підприємства можна через коригування потоків платежів, запровадження режиму економії, зменшення потреби у фінансових ресурсах.

До основних заходів зі зменшення від'ємного грошового обороту у короткостроковому періоді можна віднести купівлю сировини, матеріальних цінностей на умовах відстрочення платежу; перенесення термінів платежів за домовленістю з постачальниками; придбання основних засобів на умовах оренди чи фінансового лізингу.

Прискорення оборотності грошових коштів може бути забезпечене за рахунок: зменшення операційного та фінансового циклів, зменшення обсягів розрахунків готівкою, зменшення питомої ваги акредитивної форми розрахунків та

¹Бланк І.О. Управління фінансами підприємств: підручник / І. О. Бланк, Г. В. Ситник; Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К., 2006. — 780 с. — С. 228.

розрахунків чеками (тих форм розрахунків з постачальниками, які потребують тимчасового резервування грошових коштів на окремих банківських рахунках).

Результати проведеного аналізу використовуються з метою визначення оптимального залишку грошових активів для здійснення поточної діяльності підприємства.

2. На другому етапі управління грошовими активами встановлюється оптимальний розмір залишку грошових активів на основі прогнозу руху грошових коштів. Оптимізація залишку грошових активів здійснюється шляхом визначення необхідного розміру окремих видів залишків — операційного, страхового, компенсаційного, інвестиційного. Оскільки три останні залишки грошових активів є певною мірою взаємозамінними, загальна потреба у них за обмежених фінансових можливостей підприємства може бути скорочена.

Прогнозний розрахунок руху коштів дає змогу визначити можливість нестачі коштів і своєчасно прийняти оперативне рішення щодо забезпечення підприємства коштами.

У процесі фінансово-господарської діяльності підприємства постійно відбувається зміна — збільшення чи зменшення коштів. Рух коштів показано на рис. 6.5.

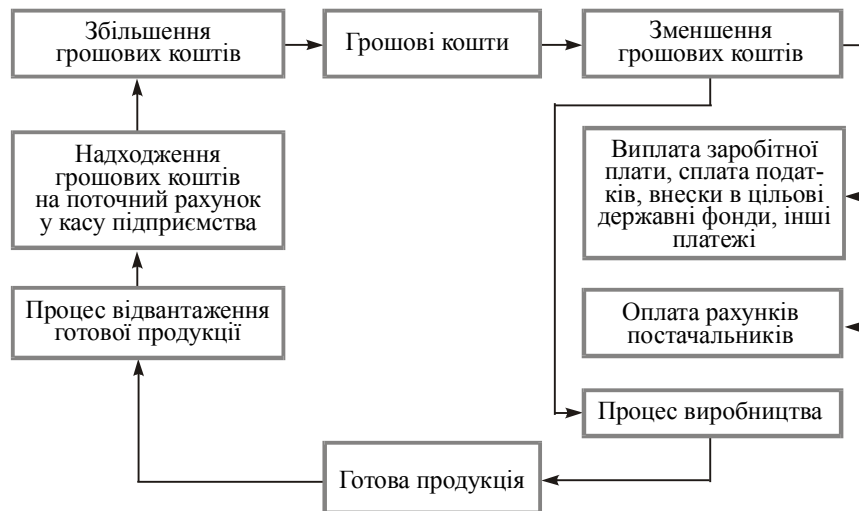


Рис. 6.5. Рух коштів підприємства виробничої сфери

Як показано на рис. 6.5, кошти здійснюють постійний кругообіг. З одного боку, зменшується сума коштів у результаті придбання матеріальних цінностей для виготовлення готової продукції, погашення заборгованості постачальникам, виплати заробітної плати, сплати податків та інших платежів. З другого боку, після відвантаження готової продукції покупцям кошти надходять на поточний рахунок, у касу підприємства. Якщо покупці одразу не розраховуються за відвантажену готову продукцію, виникає дебіторська заборгованість. Після оплати рахунків покупцями дебіторська заборгованість скорочується, а потік грошових коштів збільшується.

Однак оплата рахунків покупцями інколи затримується і кошти на поточний рахунок можуть надійти через певний проміжок часу. У зв'язку з цим фінансовий менеджер повинен постійно стежити за рухом коштів і передбачити його наслідки для фінансового стану підприємства.

У процесі господарської діяльності підприємство зацікавлене підтримувати залишок коштів на мінімальному рівні і збільшувати розмір поточних фінансових інвестицій. Але водночас збільшується ймовірність виникнення потреби у короткострокових банківських кредитах для здійснення непередбачених платежів.

До того ж потрібно враховувати, що процентна ставка за користування банківським кредитом є вищою, ніж той процент, який можна отримати за цінними паперами або депозитними рахунками. Якщо короткострокові кредити набагато дорожчі порівняно з очікуваною дохідністю цінних паперів, депозитів, фінансовий менеджер повинен бути впевненим, що потреба у додаткових коштах не виникне.

Одним із найпростіших підходів до визначення оптимального розміру залишку грошових активів є його розрахунок на основі показників, які характеризують результати діяльності конкретного підприємства.

Оптимальний розмір залишку коштів можна розрахувати за такою формулою

$$Z_{г.к.о} = \frac{C_p - A}{O}, \quad (6.14)$$

де $Z_{г.к.о}$ — оптимальний залишок коштів; C_p — собівартість реалізованої продукції; A — сума амортизаційних відрахувань; O — оборотність оборотних активів.

Приклад 6.7. Підприємство у звітному періоді мало такі результати господарської діяльності: обсяг реалізованої продукції — 3024 тис. грн, собівартість реалізованої продукції — 2223 тис. грн, амортизаційні відрахування — 403 тис. грн, середні залишки оборотних активів — 956 тис. грн, сума можливих невідкладних витрат складає 12 тис. грн.

Проведемо розрахунки.

1. Визначаємо оборотність оборотних активів за формулою

$$O = \frac{C_z \cdot D}{P}, \quad (6.15)$$

де C_z — середній залишок оборотних активів; D — кількість днів у періоді, за який визначається оборотність оборотних активів; P — обсяг реалізації продукції. Звідси

$$O = \frac{956 \cdot 360}{3024} = 114 \text{ днів.}$$

2. Розраховуємо оптимальний залишок коштів за формулою

$$Z_{г.к.о} = \frac{2223 - 403}{114} = 16 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, визначений оптимальний розмір залишку грошових коштів (16 тис. грн) дає змогу своєчасно фінансувати невідкладні витрати підприємства.

У зарубіжній практиці існує ряд моделей і методів розрахунку оптимального залишку коштів, серед яких слід виділити модель Баумоля, модель Міллера — Орра, модель Стоуна, імітаційне моделювання за методом Монте-Карло.

Найбільшого поширення набули моделі Баумоля і Міллера — Орра.

Модель Баумоля — модель зміни залишку коштів на рахунку, за якої розпочинають працювати, маючи максимальний і доцільний для нього залишок коштів, після чого постійно витрачає їх протягом певного періоду. Усі кошти, отримані від реалізації товарів, робіт, послуг, підприємство вкладає у дохідні фінансові інструменти, а після вичерпання запасів коштів — підприємство продає частину фінансових інструментів зі свого портфеля і поповнює залишок коштів до початкової величини (рис. 6.6).

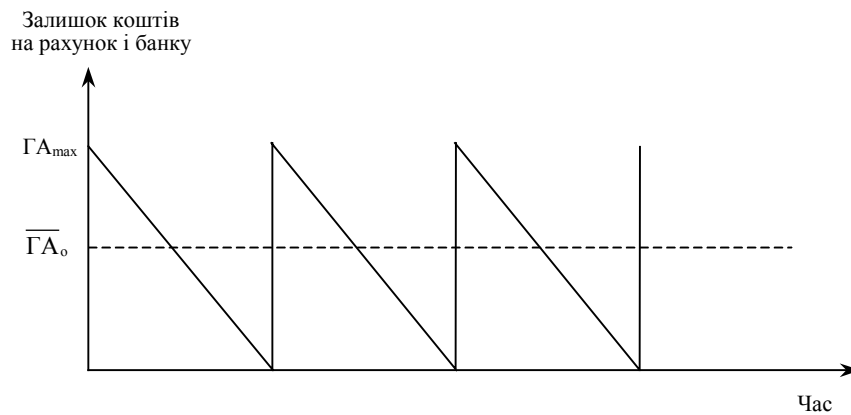


Рис. 6.6. Зміна залишку коштів на рахунках за моделлю Баумоля

Основні вихідні положення моделі:

1. Постійність потоку витрачання коштів.
2. Зберігання всіх резервів грошових активів у формі високоліквідних фінансових інструментів.
3. Зміна залишку коштів відбувається від максимуму до мінімуму (або наперед заданої величини).

Сума поповнення коштів (максимальний залишок коштів на рахунках) визначається за формулою

$$ГА_{\max} = \sqrt{\frac{2 \cdot V_0 \cdot ПО_{ГО}}{V_d}} \quad (6.16)$$

де $ГА_{\max}$ — сума поповнення коштів (максимальний залишок коштів на рахунках), грн; V_0 — витрати на обслуговування однієї операції поповнення коштів, грн;

$ПО_{ГО}$ — плановий обсяг від'ємного грошового потоку (сума витрачання коштів), грн; $В_d$ — рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні коштів (середня ставка проценту за короткостроковими фінансовими інструментами), виражений десятковим дробом.

Середній оптимальний залишок коштів визначається за такою формулою:

$$\overline{ГА_0} = \frac{ГА_{\max}}{2} \quad (6.17)$$

де $\overline{ГА_0}$ — середній оптимальний залишок коштів на рахунках, грн.

Оптимальний розмір поповнення коштів $ГА_{\max}$ забезпечує мінімальні загальні витрати на управління коштами (операційні витрати на поповнення коштів і невикористані можливості — дохід, втрачений внаслідок зберігання коштів на поточному рахунку).

Модель Баумоля є доволі простою і може застосовуватися для підприємств з прогнозованими грошовими потоками (як вхідними, так вихідними). Однак таких компаній досить мало, як правило, залишок коштів може змінюватися випадковим чином у деяких випадках зі значними коливаннями, що ускладнює використання цієї моделі.

Модель Міллера — Орра враховує чинник невизначеності грошових надходжень і виплат під час встановлення оптимального залишку коштів.

Модель передбачає такі вихідні передумови: наявність мінімального залишку коштів на рахунку на рівні страхового запасу; розподіл щоденного залишку коштів є нормальним; наявність певної нерівномірності у надходженні і витрачанні коштів і, відповідно, фактичний залишок коштів на рахунку варіює по днях у випадковий спосіб.

Для розрахунку величини діапазону коливань залишку коштів на рахунках між мінімальним і максимальним значеннями використовують таку формулу

$$ДКЗ_{\min/\max} = 3 \cdot \sqrt[3]{\frac{3 \cdot В_0 \cdot \sigma_{ГО}^2}{4 \cdot В_d}} \quad (6.18)$$

де $ДКЗ_{\min/\max}$ — діапазон коливань залишку коштів на рахунках між мінімальним і максимальним значеннями, грн.; $В_0$ — витрати на обслуговування однієї операції поповнення коштів, грн; $\sigma_{ГО}$ — середньоквадратичне (стандартне) відхилення щоденного обсягу від'ємного грошового потоку; $В_d$ — середньоденний рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні коштів (середньоденна ставка проценту за короткостроковими фінансовими інструментами), виражений десятковим дробом.

У розрахунку діапазону коливань слід враховувати щоденну мінливість грошових потоків, а також вартість конвертації цінних паперів у кошти. За значних витрат на конвертацію доцільно розширити діапазон коливань залишку коштів, і навпаки.

Верхню межу залишку коштів на рахунках розраховують за формулою

$$Q_{\max} = Q_{\min} + \text{ДКЗ}_{\min/\max} \quad (6.18)$$

де Q_{\max} — верхня межа залишку коштів на рахунках, грн; Q_{\min} — нижня межа залишку коштів на рахунках (страховий запас коштів), грн.

Оптимальний середній залишок коштів розраховують за формулою

$$\bar{Q}_{\text{CO}} = Q_{\min} + \frac{\text{ДКЗ}_{\min/\max}}{3} \quad (6.20)$$

де \bar{Q}_{CO} — оптимальний середній залишок коштів на рахунках.

Логіка дій фінансового менеджера під час використання моделі Міллера — Орра в управлінні залишком коштів — залишок коштів на рахунку хаотично змінюється. Досягнення верхньої межі залишку коштів є сигналом для купівлі фінансових інструментів, що зменшує запас коштів на рахунках до нормального рівня (оптимального середнього залишку коштів). Досягнення залишком коштів на рахунках нижньої межі слугує підставою для продажу фінансових інструментів із портфеля підприємства для поповнення запасу коштів до нормального рівня (оптимального середнього залишку). Тому оптимальний середній залишок коштів ще називають «точкою повернення» (рис. 6.7).



Рис. 6.7. Зміна залишку коштів на рахунках за моделлю Міллера — Орра

Серед основних недоліків моделі Міллера — Орра слід зазначити, по-перше, не врахування нею змінних і тимчасових витрат; по-друге, використання як характеристики надходження вибуття коштів дисперсії щоденних грошових потоків, що недостатньо адекватно відображає реальні процеси; по-третє, модель може застосовуватися лише за достатньо низьких процентних ставок.

Модель Стоуна, на відміну від моделі Міллера — Орра, більше уваги приділяє не визначенню залишку коштів, а управлінню ним. Верхня і нижня межі залишку коштів на рахунках уточнюються залежно від інформації про грошові потоки, які очікуються на підприємстві протягом кількох найближчих днів. Концепцію моделі Стоуна показано на рис. 6.8.

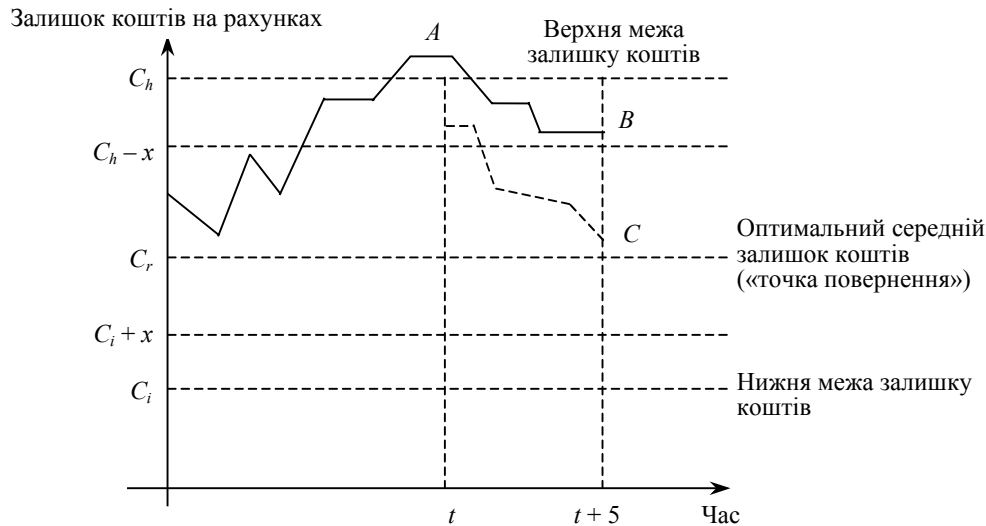


Рис. 6.8. Зміна залишку коштів на рахунках за моделлю Стоуна

Як і модель Міллера — Орра, модель Стоуна визначає цільовий залишок коштів, якого намагається досягнути підприємство C_r , а C_h і C_i — верхня і нижня межі коливання залишку коштів на рахунках. Крім цих меж модель Стоуна передбачає наявність зовнішніх і внутрішніх контрольних лімітів:

- C_h і C_i — зовнішні;
- $C_h - x$; $C_i + x$ — внутрішні.

На відміну від моделі Міллера — Орра, коли за досягнення меж діапазону коливань відразу проводяться дії, спрямовані на збільшення чи зменшення залишку коштів на рахунках, у моделі Стоуна це відбувається не завжди.

За досягнення залишком коштів зовнішньої верхньої межі (точка A на рис. 6.8) у момент t , замість автоматичного переведення величини $(C_h - C_r)$ з грошової форми у фінансові інструменти фінансовий менеджер робить прогноз на декілька наступних днів (наприклад, на 5 днів).

Якщо прогнозний залишок коштів на рахунках у час $(t+5)$ буде вищим, ніж внутрішня межа $(C_h - x)$, наприклад, його розмір буде на рівні точки B , то на кошти у сумі $(B - C_r)$ будуть придбані фінансові інструменти. У разі, якщо прогноз покаже, що у час $(t + 5)$ величина залишку коштів відповідатиме точці C , тоді підприємство не буде купувати фінансові інструменти для зменшення залишку грошей на рахунку. Схожі міркування застосовуються до нижньої межі залишку коштів на рахунках.

Отже, головною особливістю моделі Стоуна є те, що дії підприємства щодо управління залишком коштів на рахунках у поточний момент визначаються прогнозом на найближче майбутнє. Тому досягнення верхньої межі залишку коштів не означає, що частина коштів буде одразу вкладена у фінансові інструменти, якщо протягом найближчих днів очікуються значні витрати грошей. За рахунок цього мінімізується кількість конвертаційних операцій, що зменшує витрати на управління коштами.

На відміну від моделі Міллера — Орра, модель Стоуна не вказує методів визначення залишків коштів і контрольних періодів. Залишки коштів на рахунок можуть бути визначені за допомогою моделі Міллера — Орра, а x і період прогнозу — на підставі досвіду з практики.

Суттєвою перевагою моделі Стоуна є нефіксовані величини її параметрів. Ця модель може враховувати й сезонні коливання, оскільки фінансовий менеджер при прогнозуванні може оцінювати особливості виробництва і реалізації протягом окремих періодів.

Модель імітаційного моделювання за методом Монте-Карло, створена Е. Лернером, також може використовуватися для визначення цільового залишку коштів.

Вихідні положення моделі імітаційного моделювання за методом Монте-Карло:

- показники мають ймовірний характер;
- щомісячні продажі мають нормальний розподіл з коефіцієнтом варіації і середньоквадратичним відхиленням, які залежать від зміни рівня реалізації;
- відносна варіативність обсягу реалізації щомісяця є постійною.

Надходження виручки від реалізації пов'язане з реальним, а не очікуваним обсягом реалізації, тобто схема надходження платежів базується на інформації про реальні продажі, що мали місце протягом попередніх періодів.

За припущення, що обсяги реалізації, які мали місце у попередні періоди, не впливатимуть на очікування щодо обсягів реалізації у майбутньому, то купівлі у поточному періоді будуть здійснюватися у розмірі, що залежить від очікуваного обсягу реалізації у наступному періоді, але з коригуванням на розмір надлишків товарних запасів (обумовлених тим, що реальний обсяг реалізації у поточному періоді є менший, ніж очікувався) чи нестачі запасів (якщо реальний обсяг реалізації у поточному періоді є більшим, ніж очікувався). Інші виплати — оплата праці, оренда і т.п. — вважаються незмінними (хоча це може слугувати причиною неточностей результатів аналізу).

Імітаційне моделювання бюджету грошових коштів за методом Монте-Карло здійснюється з використанням комп'ютерних програм, за допомогою яких розраховуються розміри чистих грошових потоків (надлишків чи дефіциту коштів) за різних рівнів ймовірностей, що вони не будуть перевищувати заданих значень. Таким чином, фінансовий менеджер може визначити величину залишку коштів з необхідною ймовірністю.

Також метод Монте-Карло передбачає можливість введення припущення про залежність обсягу виручки від реалізації у різні періоди один від одного. Наприклад, якщо фактична виручка від реалізації у поточному періоді менша очікуваного рівня, то це має слугувати сигналом про зменшення виручки від реалізації наступного місяця. У цьому разі збільшується невизначеність грошових потоків, а отже, для забезпечення бажаного рівня платоспроможності підприємства необхідно встановити цільовий залишок коштів на вищому рівні.

Таким чином, моделі Баумоля, Міллера — Орра, Стоуна та імітаційного моделювання за методом Монте-Карло дають рекомендації щодо діапазону зміни залишку коштів, вихід за межі якого передбачає або конвертацію коштів у лік-

відні фінансові інструменти, або продаж фінансових інструментів з інвестиційного портфеля підприємства.

3. На третьому етапі управління грошовими активами підприємства здійснюється диференціація середнього залишку грошових активів у розрізі національної та іноземної валют. Таку диференціацію застосовують лише підприємства, які провадять зовнішньоекономічну діяльність на основі планового обсягу витрачання коштів у розрізі внутрішніх і зовнішньоекономічних операцій з урахуванням валютного регулювання і діючих валютних обмежень.

4. На четвертому етапі управління грошовими активами підприємства здійснюється вибір ефективних форм регулювання середнього залишку грошових активів для забезпечення постійної платоспроможності підприємства та зменшення максимальної і середньої потреби у залишках грошових активів. Регулювання середнього залишку грошових активів здійснюється шляхом корегування потоку майбутніх платежів. Вивільнена у процесі коригування потоку платежів сума грошових активів інвестується у короткострокові фінансові інструменти або в інші види активів.

Підприємства можуть застосовувати різні форми оперативного коригування середнього залишку грошових активів, які забезпечують як зменшення, так і збільшення його розміру. Таке регулювання здійснюється у процесі управління грошовими потоками підприємства.

5. На п'ятому етапі управління грошовими активами розробляються управлінські рішення, які повинні забезпечити рентабельне використання тимчасово вільного залишку грошових активів шляхом мінімізації втрат альтернативного доходу у процесі їх зберігання.

Основними напрямками інвестування тимчасово вільного залишку коштів з урахуванням часового горизонту є:

- банківські депозити до запитання;
- короткострокові банківські депозити, казначейські векселі та інші короткострокові інструменти грошового ринку (для зберігання страхового та інвестиційного залишку грошових активів);
- фондові інструменти (насамперед державні і муніципальні облігації, депозитні сертифікати, облігації першокласних позичальників, акції «блакитних фішок») за умови достатньої їх ліквідності.

6. На шостому етапі управління грошовими активами здійснюється побудова ефективних систем контролю за грошовими активами підприємства. Об'єктами контролю є залишок грошових активів, що забезпечує поточну платоспроможність підприємства і рівень дохідності сформованого портфеля фінансових інвестицій.

Грошові активи мають визначальне значення у забезпеченні платоспроможності підприємства за двома видами фінансових зобов'язань підприємства: невідкладних (з терміном виконання до 1 місяця) і короткострокових (з терміном виконання до 3 місяців). При цьому невідкладні зобов'язання забезпечуються винятково залишком грошових активів, а короткострокові — залишком грошових активів і чистою вартістю реалізації поточної дебіторської заборгованості.

Контроль за рівнем дохідності сформованого портфеля фінансових інвестицій має забезпечити рівень дохідності інвестиційного портфеля підприємства не нижчий темпу інфляції і середньо ринкового рівня дохідності інвестицій за співмірного рівня ризику.

6.2.5. Стратегія фінансування оборотних активів

Підприємство для виробництва товарів і надання послуг інвестує кошти для формування активів. Для їх придбання потрібні фінансові ресурси, причому потреба в коштах зростає нерівномірно. Для підприємств, потреба в залученні фінансування для інвестицій в активи постійно збільшується. Також підприємства часто відчувають сезонні і циклічні коливання попиту на свою продукцію, тому в період пікових продажів особливо гостро відчувають потребу в коштах для закупівлі запасів, фінансування дебіторської заборгованості, а також збільшення виробничих потужностей. Усі підприємства мають постійний обсяг активів, до яких відносяться необоротні активи і деяка частина оборотних активів. Внаслідок сезонних і циклічних коливань виникає змінна частина оборотних активів. Для фінансування постійної і змінної частин оборотних активів компанії можуть обирати різні стратегії. У теорії фінансового менеджменту прийнято виділяти стратегії фіксування оборотних активів виходячи з відношення фінансового менеджера до вибору джерел покриття різних їх частин.

Мета стратегії фінансування оборотних активів — вибір оптимального рівня і раціональної структури оборотних активів з урахуванням специфіки діяльності кожного підприємства.

Виходячи із поставленої мети фінансовий менеджер повинен розв'язати такі завдання:

- 1) провести аналіз використання оборотних активів за минулий період;
- 2) визначити ризик неплатоспроможності покупців, розрахувати прогнозне значення резерву щодо сумнівних боргів;
- 3) вибрати оптимальне співвідношення між грошовими коштами і вкладеннями в короткострокові цінні папери;
- 4) визначити розмір і структуру джерел фінансування оборотних активів;
- 5) розробити стратегію фінансування оборотних активів.

Стратегія фінансування оборотних активів значною мірою залежить від вибору джерел покриття змінної частини оборотних активів.

У теорії фінансового менеджменту виділяють чотири моделі стратегії (принципових підходів) фінансування оборотних активів: ідеальну, агресивну, консервативну, компромісну.

Ідеальна модель стратегії фінансування оборотних активів побудована виходячи з понять «оборотні активи» і «поточні зобов'язання». Термін «ідеальний» означає рівність оборотних активів і поточних зобов'язань.

Сутність цієї стратегії полягає в тому, що довгострокові пасиви встановлюються на рівні необоротних активів, тобто ця модель має такий вигляд:

$$ДП = НА, \quad (6.21)$$

де ДП — довгострокові пасиви; НА — необоротні активи.

За ідеальної моделі фінансування оборотних активів робочий капітал дорівнює нулю.

Схематично ідеальну модель можна зобразити у такий спосіб (рис. 6.9).

Необоротні активи	Власний капітал
	Довгострокові зобов'язання
Оборотні активи	Поточні зобов'язання

Рис. 6.9. Ідеальна модель фінансування оборотних активів

У реальному житті ідеальна модель практично не застосовується через те, що є найризикованішою, оскільки за несприятливих умов підприємство (наприклад, коли треба розрахуватися зі всіма кредиторами одночасно) може опинитися перед необхідністю продажу частини основних засобів для покриття поточної кредиторської заборгованості.

Агресивна модель фінансування поточних активів полягає в тому, що довгострокові пасиви є джерелом покриття необоротних активів і постійної частини оборотних активів, тобто їх мінімуму, який необхідний для здійснення господарської діяльності. У цьому разі змінна частина оборотних активів у повному обсязі покривається короткостроковими пасивами. З позиції ліквідності ця стратегія також є ризикованою, оскільки в практичній діяльності обмежуватися лише мінімумом оборотних активів неможливо.

Агресивна модель фінансування поточних активів має такий вигляд:

$$\text{ДП} = \text{НА} + \text{ПЧ}, \quad (6.22)$$

де ПЧ — постійна частина оборотних активів.

Змінна частина оборотних активів повністю покривається за рахунок короткострокової заборгованості. За агресивної моделі фінансування оборотних активів робочий капітал дорівнює постійній частині оборотних активів.

Схематично агресивну модель можна зобразити так (рис. 6.10).

Необоротні активи	Власний капітал
Постійна частина оборотних активів	Довгострокові зобов'язання
Змінна частина оборотних активів	Поточні зобов'язання

Рис. 6.10. Агресивна модель фінансування оборотних активів

Таку стратегію фінансування оборотних активів може дозволити собі підприємство, яке не має проблем з отриманням короткострокових кредитів чи комерційних кредитів постачальників.

Консервативна модель фінансування оборотних активів передбачає, що змінна частина оборотних активів також покривається довгостроковими пасивами.

Як правило, консервативна модель застосовується на початкових стадіях діяльності підприємства за умови достатньої величини капіталу власників підприємства і доступності довгострокових кредитів для інвестиційного фінансу-

вання. У цьому разі короткострокові пасиви відсутні, а отже, нема ризику втрати ліквідності, тобто модель має штучний вигляд. У господарській діяльності такого не буває, щоб була відсутня кредиторська заборгованість чи інші поточні зобов'язання.

Консервативна модель фінансування оборотних активів має такий вигляд:

$$\text{ДП} = \text{НА} + \text{ПЧ} + \text{ЗЧ}, \quad (6.23)$$

де ЗЧ — змінна частина поточних активів.

Схематично консервативну модель фінансування оборотних активів можна зобразити так (рис. 6.11).

На рис. 6.11 показано, що довгострокові пасиви (власний капітал + довгострокові зобов'язання) дорівнює довгостроковим активам (необоротні активи + постійна частина оборотних активів + змінна частина оборотних активів). При цьому робочий капітал дорівнює сумі оборотних активів.

Необоротні активи	Власний капітал
Постійна частина оборотних активів	Довгострокові зобов'язання
Змінна частина оборотних активів	

Рис. 6.11. Консервативна модель фінансування оборотних активів

Компромісна модель фінансування оборотних активів — найреальніша. Сутність її полягає в тому, що необоротні активи, постійна частина поточних активів і приблизно половина змінної частини поточних активів покриваються довгостроковими пасивами. При цьому робочий капітал визначається як різниця між довгостроковими пасивами і необоротними активами.

За компромісної моделі в окремі періоди господарської діяльності підприємство може мати надмірні поточні активи, що негативно впливає на розмір прибутку. Водночас це дає можливість підтримувати ліквідність балансу підприємства на відповідному рівні.

Компромісна модель фінансування оборотних активів має такий вигляд:

$$\text{ДП} = \text{НА} + \text{ПЧ} + 0,5\text{ЗЧ}. \quad (6.24)$$

Схематично компромісну модель фінансування оборотних активів можна зобразити так (рис. 6.12).

Необоротні активи	Власний капітал
Постійна частина оборотних активів	Довгострокові зобов'язання
0,5 змінної частини оборотних активів	
0,5 змінної частини оборотних активів	Поточні зобов'язання

Рис. 6.12. Компромісна модель фінансування оборотних активів

Оскільки управління оборотними активами підприємства базується на принципових підходах до їх формування та фінансування слід розглянути допустимі комбінації між ними. Так, агресивний підхід до формування оборотних активів можна комбінувати з ідеальною стратегією їх фінансування (оскільки з чотирьох стратегій фінансування оборотних активів вона найбільш ризикова) та з агресивною стратегією фінансування. Такі комбінації відповідають агресивній політиці управління оборотними активами.

Агресивна політика управління оборотними активами має такі ознаки:

- підприємство не ставить перед собою яких-небудь обмежень щодо збільшення оборотних активів;
- підприємство накопичує запаси сировини, матеріалів, готової продукції, збільшує дебіторську заборгованість і тимчасово вільні залишки грошових коштів на поточному рахунку в банку.

У результаті цього частка оборотних активів у загальному обсязі майна підприємства висока (понад 50 %), а період їх обертання тривалий (більше як 90 днів).

Агресивна політика здатна знизити ризик неплатоспроможності, але не може забезпечити високої рентабельності активів. Ознакою агресивної політики управління оборотними активами є також збільшення короткострокової заборгованості, а саме — значне збільшення питомої ваги короткострокових кредитів комерційних банків (понад 50 %) у загальній сумі пасивів підприємства. За такої політики може також збільшитися ефект фінансового левериджу, якщо диференціал фінансового левериджу є позитивним.

Консервативний підхід до формування оборотних активів можна комбінувати з консервативною стратегією їх фінансування та компромісною стратегією фінансування. Така комбінація відповідає консервативній політиці управління оборотними активами.

Консервативна політика управління оборотними активами забезпечує високу рентабельність активів, але несе ризик неплатоспроможності через непередбачені зміни ситуації на товарному і фінансовому ринках.

Характерними ознаками консервативної політики управління оборотними активами є те, що підприємство стримує збільшення поточних активів і прагне зробити їх мінімальними. У результаті цього питома вага оборотних активів у загальній вартості майна незначна (30 % і менше), а період їх обороту відносно незначний.

Таку політику підприємство проводить в умовах достатньо визначеної ситуації, коли обсяг реалізації продукції, строки надходження грошових коштів і платежів за зобов'язаннями, необхідний запас матеріальних цінностей і строки їх поставок заздалегідь відомі або за жорсткої економії всіх видів ресурсів.

Ознакою консервативної політики управління оборотними активами є відсутність або низький рівень короткострокових кредитів банку у загальній сумі пасивів підприємства. У цьому разі необоротні й оборотні активи покриваються тільки власними коштами та довгостроковими зобов'язаннями.

Помірний підхід до формування оборотних активів можна комбінувати з компромісною стратегією фінансування, а також з агресивною (оскільки фінан-

сування на підприємстві за рахунок поточних пасивів лише змінної частини оборотних активів не є ризикованим). Така комбінація відповідає компромісній політиці управління оборотними активами.

Для компромісної політики управління оборотними активами характерний середній рівень рентабельності та оборотності оборотних активів.

Ознакою компромісної політики управління оборотними активами є помірна питома вага короткострокових кредитів банку у загальній сумі пасивів підприємства. Цій моделі управління оборотними активами може відповідати будь-яка модель управління короткостроковими зобов'язаними.

Інші комбінації підходів до формування і фінансування оборотних активів не допустимі, хоча на практиці можуть зустрічатись. Однак це скоріш — наслідок кризових явищ, що відбуваються у національній економіці, ніж правило.

Отже, можна зробити висновок, що з погляду оптимізації прибутковості і ризику оптимальною є компромісна політика управління оборотними активами, яка оптимально поєднує рівень прибутковості і середній рівень ризику, забезпечує достатньо високий рівень фінансової стійкості і платоспроможності підприємства.

Проте виходячи з пріоритетності цілей фінансово-господарської діяльності підприємства на окремих стадіях його розвитку оптимальним може стати інший тип політики управління оборотними активами.

Загалом, обираючи стратегію фінансування, необхідно знайти бажане співвідношення між рівнем рентабельності використання власного капіталу та рівнем ризику зниження фінансової стійкості підприємства, яка оцінюється величиною його робочого капіталу.

У процесі господарської діяльності підприємству необхідно визначити короткострокові потреби в грошових коштах для забезпечення поточної діяльності підприємства з урахуванням відстрочення платежу покупцям.

Короткострокові потреби в грошових коштах — це поточні фінансові потреби. Визначаються за формулою

$$\text{ПФП} = \text{З}_0 + \text{Д}_з - \text{К}_з, \quad (6.25)$$

де ПФП — поточні фінансові потреби; З_0 — оптимальний запас матеріальних цінностей; $\text{Д}_з$ — дебіторська заборгованість; $\text{К}_з$ — кредиторська заборгованість.

Розглядаючи наведену формулу, необхідно визначити період, який потрібен для перетворення виробничих запасів, дебіторської і кредиторської заборгованості в готівку. Для цього використовують таку формулу:

$$\text{O}_{0,a} = \text{O}_{в,a} + \text{O}_{д,з} - \text{O}_{к,з}, \quad (6.26)$$

де $\text{O}_{0,a}$ — середній період обороту оборотних активів; $\text{O}_{в,a}$ — середній період обороту виробничих активів; $\text{O}_{д,з}$ — середній період обороту дебіторської заборгованості; $\text{O}_{к,з}$ — середній строк сплати кредиторської заборгованості.

Середній період обороту виробничих запасів обчислюється за формулою

$$\text{O}_з = \frac{\text{З}_в}{\text{В}_д}, \quad (6.27)$$

де O_3 — середній період обороту виробничих запасів; Z_v — обсяг виробничих запасів; B_d — середньоденна виручка від реалізації продукції.

Аналогічно розраховується середній період обороту дебіторської заборгованості,

$$O_{д.з} = \frac{D_3}{B_d}, \quad (6.28)$$

де $O_{д.з}$ — середній період обороту дебіторської заборгованості; D_3 — дебіторська заборгованість.

Середній строк сплати кредиторської заборгованості знаходимо за формулою

$$O_{к.з} = \frac{K_3}{B_d},$$

де $O_{к.з}$ — середній строк сплати кредиторської заборгованості; O_3 — кредиторська заборгованість.

На розмір поточних фінансових потреб впливають такі фактори:

1) тривалість операційного і збутового циклів: що швидше сировина і матеріали перетворюються в готову продукцію, а готова продукція — в гроші, то менший треба мати запас сировини і матеріалів;

2) темпи зростання виробництва: більший обсяг виробництва потребує більше матеріальних цінностей;

3) сезонність виробництва і реалізації продукції, а також нестабільність поставок товарно-матеріальних цінностей;

4) стан кон'юнктури ринку: нарощування виробленої підприємством продукції призводить до збільшення дебіторської заборгованості.

Отже, завдання управління поточними фінансовими потребами полягає у скороченні періоду оборотності виробничих запасів, дебіторської заборгованості і збільшенні строку сплати кредиторської заборгованості.

6.3. УПРАВЛІННЯ НЕОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ

Сформовані на початку господарської діяльності підприємства необоротні активи потребують постійного управління ними, яке здійснюється у різних формах і різних функціональних підрозділах. Частина функцій управління необоротними активами належить до обов'язків фінансових менеджерів.

Переважна частина необоротних активів функціонує в процесі операційної діяльності. Необоротні операційні активи в процесі виробництва проходять такі основні стадії.

На *першій стадії* придбані підприємством необоротні активи в процесі використання переносять частину своєї вартості на готову продукцію шляхом нарахування амортизаційних відрахувань.

На *другій стадії* в процесі реалізації продукції накопичується сума амортизаційних відрахувань.

На *третьій стадії* накопичена сума амортизації спрямовується на відтворення й оновлення основних засобів.

Мета управління необоротними активами — забезпечення своєчасного їх оновлення і підвищення ефективності використання необоротних активів підприємства.

Виходячи з цієї мети основними завданнями управління необоротними активами є:

- визначення можливих форм оновлення основних виробничих засобів на простій і розширеній основах;
- визначення потреби в необоротних активах для збільшення обсягів виробництва;
- забезпечення ефективного використання раніше сформованих і нововведених основних засобів та нематеріальних активів;
- формування необхідних фінансових ресурсів для відтворення необоротних активів та оптимізація їх структури.

Комплекс цих завдань і механізми їх реалізації відображаються у політиці управління не оборотними активами, яка розробляється на підприємстві.

Політика управління необоротними активами — це складова загальної фінансової стратегії підприємства, яка полягає у фінансовому забезпеченні своєчасного їх оновлення і високій ефективності використання необоротних активів підприємства.

Політика управління операційними необоротними активами підприємства формується за такими етапами.

1. На першому етапі здійснюється аналіз операційних необоротних активів підприємства в минулому періоді з метою оцінки динаміки їх обсягу і складу, рівня їх придатності, інтенсивності відновлення та ефективності використання. Зокрема, аналізується склад, структура необоротних активів, їх придатність до використання, інтенсивність оновлення та ефективність використання. З цією метою визначаються такі показники.

Коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі активів підприємства. Розрахунок цього показника здійснюється за формулою

$$K_y = \frac{\overline{BA_c}}{BA_c + OA_c}, \quad (6.29)$$

де K_y — коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі активів підприємства;

BA_c — середня вартість операційних необоротних активів підприємства в минулому періоді;

OA_c — середня сума оборотних активів підприємства в минулому періоді.

Приклад 6.8. За даними балансу підприємства вартість операційних необоротних активів на початок року становила 14 182 тис. грн, на кінець року — 13 580 тис. грн, вартість оборотних активів на початок року дорівнювала 3327 тис. грн, на кінець року — 4376 тис. грн.

Використовуючи наведену вище формулу, визначаємо коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі активів підприємства:

$$K_y = \frac{(14182 + 13580) : 2}{(14182 + 13580) : 2 + (3327 + 4376) : 2} = \frac{13881}{17736} = 0,78.$$

Визначений коефіцієнт розраховується в динаміці.

Якщо значення цього коефіцієнта збільшується, то це позитивно характеризує роботу підприємства, якщо навпаки — негативно. При цьому необхідно врахувати зміну активної частини основних засобів у загальній сумі необоротних активів.

Тобто коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі активів вважається задовільним за умови зростання в динаміці питомої ваги активної частини основних засобів у загальній сумі необоротних активів.

Коефіцієнт зносу операційних необоротних активів:

$$K_z = \frac{Z_k}{BA_c}, \quad (6.30)$$

де K_z — коефіцієнт зносу операційних необоротних активів; Z_k — сума зносу операційних необоротних активів на кінець звітного періоду.

Приклад 6.9. За даними балансу підприємства знос операційних необоротних активів на кінець звітного року становив 2220 тис. грн. Середня вартість операційних необоротних активів у звітному періоді дорівнювала 13 881 тис. грн.

Визначаємо коефіцієнт зносу операційних необоротних активів:

$$K_z = \frac{2220}{13881} = 0,16.$$

Цей коефіцієнт характеризує рівень фізичного зносу операційних необоротних активів і розраховується в динаміці. Збільшення коефіцієнта зносу операційних необоротних активів свідчить про старіння необоротних активів (особливо, якщо його значення більше 0,5) і потребує вжиття заходів щодо оновлення необоротних активів.

Коефіцієнт придатності операційних необоротних активів:

$$K_n = \frac{BA_z}{BA_n}, \quad (6.31)$$

де K_n — коефіцієнт придатності операційних необоротних активів; BA_z — залишкова вартість операційних необоротних активів; BA_n — первісна вартість операційних необоротних активів.

Приклад 6.10. На основі наведених вище даних визначимо коефіцієнт придатності операційних необоротних активів:

$$K_n = \frac{(13881 - 2220)}{13881} = \frac{11661}{13881} = 0,84.$$

Цей коефіцієнт визначається в динаміці і його зростання позитивно характеризує роботу підприємства, а зменшення, навпаки,— негативно.

Період обороту операційних необоротних активів:

$$\Pi_o = \frac{\overline{BA_c}}{Z_k}, \quad (6.32)$$

де Π_o — період обороту операційних необоротних активів.

Приклад 6.11. На основі наведених даних визначимо період обороту операційних необоротних активів:

$$\Pi_o = \frac{13\,881}{2220} = 6,3 \text{ оборота.}$$

Коефіцієнт рентабельності операційних необоротних активів:

$$K_p = \frac{\Pi_{\text{ч}}}{BA_c}, \quad (6.33)$$

де K_p — коефіцієнт рентабельності операційних необоротних активів; $\Pi_{\text{ч}}$ — чистий прибуток підприємства.

2. На другому етапі управління необоротними активами підприємства на основі проведеного аналізу стану необоротних активів і виявлених у його ході можливих резервів покращення виробничого використання операційних необоротних активів здійснюється оптимізація їх загального обсягу і складу.

Основними резервами покращення виробничого використання операційних необоротних активів є: підвищення продуктивного використання операційних необоротних активів у часі (за рахунок приросту коефіцієнтів змінності і безперервності їх роботи); підвищення продуктивного використання операційних необоротних активів за потужністю (за рахунок зростання продуктивності окремих їх видів у межах передбаченої технічної потужності). У процесі оптимізації загального обсягу операційних необоротних активів з їх складу слід виключити ті їх види, які не беруть участі у виробничому процесі.

Оптимальна вартість операційних необоротних активів у плановому періоді визначається за формулою

$$BA_o = (BA_k - BA_n)(1 + \Delta K_{B,A})(1 + \Delta K_{O,P}), \quad (6.34)$$

де BA_o — оптимальна вартість необоротних активів;

BA_k — вартість необоротних активів, які використовуються на кінець звітного періоду;

BA_n — вартість необоротних активів, які не використовуються у виробничому процесі на кінець звітного періоду;

$\Delta K_{B,A}$ — приріст коефіцієнта використання необоротних активів у звітному періоді;

$\Delta K_{O,P}$ — коефіцієнт приросту обсягу реалізації продукції у плановому періоді.

Приклад 6.12. На основі наведених даних необхідно визначити обсяг операційних необоротних активів у плановому періоді. Вартість операційних необоротних активів на кінець звітного періоду становила 4500 тис. грн, із них не брала участі у виробничому процесі звітного періоду їх частина на суму 235 тис. грн.

У плановому періоді передбачається збільшення коефіцієнта змінності устаткування з 0,6 до 0,8 за рахунок ефективнішого використання операційних необоротних активів. Коефіцієнт використання необоротних активів збільшується у плановому періоді на 0,1. У плановому періоді передбачається збільшення обсягу реалізації продукції на 5 %.

Використовуючи наведену вище формулу, визначаємо оптимальну вартість необоротних активів у плановому періоді:

$$\text{BAO} = (4500 - 235)(1 + 0,2)(1 + 0,1)(1 + 0,05) = 5928 \text{ тис. грн.}$$

За таким же підходом може бути розрахований оптимальний обсяг окремих видів і елементів операційних необоротних активів підприємства.

3. На третьому етапі управління операційними необоротними активами приймаються управлінські рішення, спрямовані на забезпечення правильного нарахування їх амортизації. При цьому має забезпечуватися відповідність методів амортизації, які застосовуються підприємством, і політики формування фінансових ресурсів для відновлення цих активів.

4. Важливим завданням фінансового менеджера в процесі управління необоротними активами є своєчасне й ефективне їх оновлення, що становить зміст четвертого етапу управління ними. З цієї метою приймаються рішення про необхідний рівень інтенсивності оновлення операційних необоротних активів, щодо необхідного обсягу їх оновлення у плановому періоді, щодо вибору найефективніших форм оновлення окремих груп операційних необоротних активів і визначається вартість їх оновлення.

У процесі оновлення операційних необоротних активів необхідно враховувати негативний вплив на цей процес рівня інфляції. Негативні наслідки мають подвійний характер: по-перше, має місце необ'єктивна оцінка основних засобів; по-друге, незначні амортизаційні відрахування слугують причиною збільшення інфляційного прибутку і необґрунтованого зростання податкових платежів.

У господарській практиці відомі два *методи протидії негативному впливу інфляції*.

Перший метод передбачає періодичну індексацію основних засобів. У цьому разі збільшується вартість основних засобів та амортизаційні відрахування, відсутній інфляційний прибуток.

Другий метод передбачає застосування прискореної амортизації. При цьому скорочується строк експлуатації основних засобів, зменшується вартість основних засобів, які морально застаріли і не виникає необхідності списувати недоамортизовані основні засоби у зв'язку з моральним зносом.

Інтенсивність оновлення операційних необоротних активів залежить від рівня зносу основних засобів (фізичний і моральний). У процесі експлуатації основні засоби поступово втрачають свої початкові функціональні ознаки, і їх подаль-

ше використання у виробництві стає або технічно неможливим або економічно недоцільним. Відновлення функціональних ознак окремих видів операційних необоротних активів здійснюється шляхом ремонту. Якщо втрата цих ознак пов'язана із моральним зносом, тоді здійснюється заміна існуючих основних засобів більш сучасними та продуктивнішими.

Інтенсивність оновлення окремих видів операційних необоротних активів залежить від амортизаційної політики, що застосовується на підприємстві.

Відновлення операційних необоротних активів може відбуватися на основі простого або розширеного їх відтворення. Просте відтворення здійснюється у межах сум накопиченої амортизації і може відбуватися у таких формах: поточний ремонт, капітальний ремонт, придбання нових аналогів операційних необоротних активів. Розширене відтворення здійснюється з урахуванням формування нових видів операційних необоротних активів не лише за рахунок накопиченої амортизації, але й за рахунок інших джерел фінансування і може здійснюватися у формі реконструкції, модернізації і т.п.

Вибір конкретних форм оновлення операційних необоротних активів здійснюється за критерієм їх ефективності на основі порівняння потенційних вигод і витрат.

Фінансове управління оновленням необоротних активів підпорядковується загальним цілям політики управління цими активами, конкретизуючи управлінські рішення у цій сфері. Фінансування оновлення операційних необоротних активів може здійснюватися трьома способами.

Перший з них ґрунтується на тому, що весь обсяг оновлення цих активів здійснюється за рахунок власного капіталу. Другий базується на змішаному фінансуванні оновлення операційних необоротних активів за рахунок власного і залученого капіталу. Третій варіант передбачає оновлення окремих видів необоротних активів винятково за рахунок фінансового кредиту (наприклад, фінансового лізингу).

Залежно від наявності джерел фінансування оновлення операційних необоротних активів підприємство вибирає варіант придбання активів у власність або на орендній основі. Оренда необоротних активів може здійснюватися у формі оперативного, фінансового, або поворотного лізингу необоротних активів.

Розв'язуючи проблему оренди або придбання необоротних активів у власність, необхідно виходити із переваг і недоліків оренди необоротних активів.

Основні переваги оренди необоротних активів такі: прискорюється відтворювальний процес необоротних активів без додаткового залучення фінансових ресурсів; збільшується сума прибутку без придбання необоротних активів у власність; зменшується потреба у власних фінансових ресурсах для придбання основних засобів, знижується ризик втрати фінансової стійкості, оскільки не відбувається зростання фінансових зобов'язань; простіша і дешевша процедура отримання й оформлення необоротних активів порівняно з отриманням довгострокового кредиту комерційного банку.

Водночас отримання необоротних активів шляхом оренди має й недоліки: зростання собівартості продукції і, відповідно, зменшення прибутку та рівня рентабельності продукції; обмеженість у проведенні модернізації орендованого устаткування, оскільки має бути згода орендодавця; в окремих випадках вища

вартість обслуговування лізингових платежів порівняно з обслуговуванням довгострокового банківського кредиту.

Отже, вибір джерел фінансування оновлення операційних необоротних активів залежить від результатів фінансово-господарської діяльності конкретного підприємства; співвідношення власних і залучених фінансових ресурсів; придбання активів за рахунок власних фінансових ресурсів чи за рахунок довгострокового банківського кредиту; розміру власних джерел фінансування активів (чистого прибутку й амортизаційних відрахувань).

5. Заключним етапом управління операційними необоротними активами є розробка управлінських рішень, спрямованих на забезпечення ефективності їх використання. Підвищення ефективності використання операційних необоротних активів дає змогу зменшити потребу у них. Тому заходи, спрямовані на підвищення ефективності використання операційних необоротних активів водночас сприятимуть зменшенню потреби в обсягах їх фінансування.

6.4. УПРАВЛІННЯ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНИМИ АКТИВАМИ

Сучасний етап розвитку економіки характеризується нестабільністю зовнішнього середовища, посиленням конкуренції, скороченням життєвого циклу продуктів і послуг. Підприємствам стає дедалі складніше забезпечувати суттєві економічні переваги лише за рахунок матеріальних і фінансових ресурсів. В умовах бурхливого розвитку високих технологій і стрімкого збільшення на ринку наукомістких товарів індивідуальне лідерство у все більшій мірі стає результатом ефективного використання унікальних за природою ресурсів нематеріального характеру, що складають основу так званого *інтелектуального капіталу*¹.

Про значення даного феномена в діяльності сучасної компанії свідчить її ринкова капіталізація, що іноді в рази перевищує вартість балансових майнових цінностей². Така розбіжність між ринковою вартістю та вартістю реальних активів бізнес-структури є ознакою ефективного використання нею своїх інтелектуальних активів.

Ставку на інтелектуальний капітал як на головний фактор розвитку економіки роблять багато країн світу, у тому числі і ті, які не входять до числа обділених природними ресурсами. Як приклад можна послатися на досвід Швеції, в якій витрати на науку — одні з найвагоміших у світі. Це створило умови для структурної перебудови промисловості країни шляхом скорочення низькоконкурентних, традиційних галузей (суднобудівництва, чорної металургії, текстильної промисловості) і сприяло стрімкому розвитку наукомісткого виробництва.

¹ Ми виходимо з розширеного трактування капіталу, запропонованого ще на початку ХХ ст. американським економістом І. Фішером, який вважав капіталом все те, що має можливість накопичуватися, використовуватися у виробництві та генерувати дохід протягом тривалого періоду.

² Розмір ринкової капіталізації — привід для обговорення. Одні експерти вважають, що інтелектуальний капітал в 3—4 рази перевищує облікову вартість майна високотехнологічної компанії. Інші переконують, що співвідношення інтелектуального капіталу до вартості матеріальних засобів виробництва і фінансового капіталу в таких компаніях перебуває у межах від 5:1 до 16:1.

Ілюстрацією того, наскільки суттєва роль інтелектуального капіталу в сучасній економіці країни, можуть бути США. В цій державі одна з головних дохідних статей бюджету формується за рахунок експорту знань у вигляді технологій, програмного забезпечення, винахідництва і відкриттів, які забезпечують виробництво 1/3 всієї світової наукомісткої продукції¹.

З цих причин системне дослідження процесу формування, нагромадження та ефективного використання інтелектуального капіталу набуває актуальності як для реформування української економіки, так і для активізації нематеріальних факторів зростання ринкової вартості вітчизняних підприємств.

Однак у багатьох українських керівників інтелектуальні ресурси асоціюються з абстрактністю їх реальної вартості, і тому більш охоче вкладають кошти в обладнання, будівлі, землю, ніж у формування знань, набуття досвіду, підвищення кваліфікації свого персоналу, вдосконалення корпоративної культури, підтримання ділової репутації, іміджу та утворення інших елементів інтелектуального капіталу, який ще й досі не розглядається ними як реальна та основна цінність компанії.

Така пасивна позиція вітчизняних бізнес-структур до даного феномена, який у сучасній, динамічно зростаючій компанії слугує стійким джерелом доходів і утворює значну частку доданої вартості, багато в чому пояснюється недосконалістю чи повною відсутністю системи цілеспрямованого і раціонального управління цим унікальним ресурсом. Ось чому найактуальнішим сьогодні буде питання ефективності внутрішньофірмового управління інтелектуальним капіталом, необхідності розробки спеціальних управлінських інструментів і методів, включення механізмів накопичення та примноження цих цінностей у систему фінансового менеджменту суб'єкта господарювання.

Процес управління інтелектуальними ресурсами вимагає розгляду понятійного апарату, використовуваного для опису об'єктів, нетипових для вітчизняного фінансового менеджменту.

У науковий обіг термін «інтелектуальний капітал» ввів великий економіст ХХ ст. Дж. Гелбрейт у 1969 р. Вирішальну роль у популяризації цього терміна зіграла стаття Т. Стюарта «Сила інтелекту: як інтелектуальний капітал стає найбільш цінним активом Америки», в якій інтелектуальний капітал представлено як сукупність всього того, що знають робітники компанії і що дає їй конкурентні переваги на ринку: «патенти, процеси, управлінські навички, технології, досвід та інформація про споживачів і постачальників»².

Подальші дослідження інтелектуального капіталу пов'язують з іменами Е. Брукінга, Г. Беккера, Т. Шульца, І. Фішера, П. Самуельсона, Т. Форт'юна, Л. Едвінсона, М. Мелоуна, П. Саллівана, Л. Прусак, І. Роос, І. Хіроякі, Л. Едвінсон, С. Алберт, К. Бредлі, М. Мелоун та ін.

В українській економічній літературі інтелектуальному капіталу почали надавати важливішого значення тільки кілька останніх десятиліть. Серед економістів, що займаються дослідженням окремих питань його формування і розвитку,

¹ Див.: *Инновационное развитие: экономика, интеллектуальные ресурсы, управление знаниями* / [под ред. Б. З. Мильнера]. — М.: Инфра-М 2010. — С. 306, 311.

² *Stewart T. Brainpower* / T. Stewart // *Fortune*. — June 3. — 1991. — P. 42—60.

слід назвати В. Антонюк, Д. Богіню, В. Близнюка, В. Гейця, А. Гальчинського, Н. Голикову, О. Головінова, О. Грішнову, М. Долішнього, Б. Данилишина, С. Клименко, В. Куценко, І. Лукінова, Е. Лібанову, Г. Назарову, К. Павлюка, О. Стефанишину, Л.І. Федулову, А. Чухна, О. Шевчука та інших учених-економістів.

Хоча дотепер і не сформувалось однозначного тлумачення категорії «інтелектуальний капітал», у багатьох публікаціях визначають його як «колективний мозок», що акумулює наукові та унікальні знання працівників, інтелектуальну власність і накопичений досвід, стосунки й інформаційну структуру, мережі та імідж компанії¹.

Інтелектуальний капітал включається його власниками до господарського та комерційного обігу як найважливіший ресурс і фактор виробництва з метою отримання надприбутку. Його використання базується на принципах ринкових відносин і тісно пов'язане з факторами часу, ризику, ліквідності, окупності. Саме інтелектуальний капітал задає темпи і характер оновлення технології виробництва і його продукції, які потім стають головною конкурентною перевагою на ринку.

Інтелектуальний капітал —це система капітальних стійких інтелектуальних переваг компанії, а не лише результат вдалих технічних і творчих рішень.

Інтелектуальний капітал має багато спільного з фізичним капіталом: виникає так само у результаті вкладення коштів; є ресурсом, який не тільки зберігається, а й нагромаджується. Аналогічно фізичному капіталу, інтелектуальний капітал може бути внесений до статутного фонду, виступати об'єктом купівлі-продажу, здаватися в оренду. Він також включений до процесу обігу вартості, в якому грошова форма задає одночасно відправну та кінцеву точки руху.

Обидва види капіталу морально зношуються (інтелектуальний капітал навіть у більшій мірі), потребують інвестицій у своє нагромадження і підтримання, беруть участь у формуванні вартості кінцевого продукту, а також загальної величини активів підприємства, що має значний вплив на циркуляцію фінансових потоків і та ін. У той же час між названими видами капіталу є й розбіжності.

Інтелектуальний капітал є «невидимим активом», і в цьому полягає його нематеріальна природа. Кругообіг цього виду капіталу, як правило, здійснюється перманентно-циклічно, оскільки не завжди споживається в одному виробничому циклі, як оборотні активи, і фізично не зношується в багатьох процесах, як основні засоби, а може знову і знову вдосконалюватись, створюючи нову вартість.

На відміну від фізичного капіталу, який являє собою результат минулих дій, інтелектуальний капітал спрямований на майбутнє. При цьому інтелектуальний капітал потребує довгочасності та системності своєї структурної побудови. Епізодичні зусилля у вигляді мозкового штурму залучених фахівців не збільшують інтелектуальний капітал компанії.

Функціонування інтелектуального капіталу, рівень віддачі від його застосування зумовлені вільним волевиявленням суб'єкта, його індивідуальними інтересами і перевагами, матеріальною і моральною заінтересованістю, відповідальністю, світоглядом і загальним рівнем культури, у тому числі й еконо-

¹Иноземцев В. Л. К теории постэкономической общественной формации / В. Л. Иноземцев.— М.: Асадемия, 1995.

мічної. Суттєвою відмінністю інтелектуального капіталу в контексті управління фінансовими потоками є складність визначення його вартісних характеристик.

Накопичені знання про інтелектуальний капітал дозволили визначити загальні підходи, відпрацювати більш–менш єдину його структуризацію. Тож в багатьох публікаціях розглядаються три його складові — людський капітал, організаційний капітал, клієнтський капітал.

Людський капітал являє собою суттєву цінність компанії, оскільки включає запас знань, освіти, практичні навички, творчі та розумові здібності людини, їх моральні цінності, мотивацію, культурний рівень, які визначають здатність робочої сили генерувати ефективні рішення та займатися виробництвом продукції. Через те, що людський капітал втілений у людині, він не може продаватися, передаватися або залишатися в спадщину за заповітом як гроші чи матеріальні цінності.

Людський капітал є невід’ємним особистим здобутком і багатством людини. Тож кожен працівник, який має визначений рівень освіти і практичного досвіду, є власником свого індивідуального людського капіталу, що перетворює його на внутрішнього підприємця¹.

Це стирає відмінності в економічних відносинах між роботодавцем і найманим робітником. Тепер кожен із них володіє власністю, причому висококваліфікований працівник більш значущою її частиною, зважаючи на той вплив, який здійснюють його професійні здібності на результати діяльності підприємства.

Тому в літературі, яка вивчає фактори економічного росту, справедливо відмічається, що в умовах інтелектуалізації матеріального виробництва підприємець, для підвищення ефективності свого виробництва, має бачити в своєму працівнику не лише найману силу, а і партнера. Адже тепер, як зазначає П. Друкер, скоріше капіталіст має потребу в кваліфікованому робітникові, ніж працівник у власнику засобів виробництва².

Людський капітал не тотожний інтелектуальному капіталу, оскільки, на відміну від нього, є більш персоніфікованим і належить до окремої особистості, тоді як носіями інтелектуального капіталу можуть виступати не лише індивіди, а й їх групи, підприємства, суспільство в цілому. Людський капітал складає основу інтелектуального капіталу і є тією його компонентою, яка відіграє системоутворюючу роль і є джерелом формування всіх інших його складових.

Структурний капітал — до нього належать корпоративні інформаційні системи, бази даних, технічне і програмне забезпечення, організаційні структури, авторські права, патенти, ноу-хау, ліцензії, товарні знаки, корпоративна культура.

¹ Так, у господарській практиці фірм США, Японії, країн Європи для подолання розриву між капіталом і найманою працею створені системи участі робітників в управлінні та власності. Залучення працівників до участі в управлінні в межах «гуртків якості», моделі «людських відносин», «збагаченої праці» і участі в акціонерному капіталі веде до заміни понять «найма» і «купівлі-продажу» робочої сили на відносини обміну між приватними власниками фізичного і людського капіталів як партнерів.

²Drucker P. The Age of Social Transformation / P. Drucker// The Atlantic Monthly, November; Vol. 274, No. 5; 1994.

Структурний капітал включає кількість і якість ділових партнерів, наявність гнучкої та ефективної ділової мережі, процедури перетворення неявних знань на явні, якість мережної взаємодії, права інтелектуальної власності, переваги територіального розташування, унікальні технічні бібліотеки, контакти з постачання, збуту та реклами тощо.

Клієнтський капітал — це зв'язки компанії зі споживачами її продукції, що засновані на історії взаємовідносин, на накопиченні і постійному оновленні інформації про клієнтів.

Суть цих зв'язків передається через відносини зі споживачами, постачальниками, конкурентами та іншими контрагентами. Результатом постійних відносин є впевненість у тому, що клієнти компанії будуть і в подальшому надавати їй перевагу. Згідно з популярним співвідношенням Парето постійні клієнти, що становлять 20 % сукупних споживачів продукції компанії, приносять їй 80 % прибутку¹. До складу клієнтського капіталу належать бренди, фірмове найменування, прихильність клієнтів до бренду, канали збуту, система ділових зв'язків та ін.²

Важливість і значущість кожної з трьох складових інтелектуального капіталу безперечна. Однак інтелектуальний капітал не є адитивним. Він формується не простим додаванням однієї його частини до іншої, а на основі взаємодії цих частин, за рахунок синергетичного ефекту.

Домогтися такого ефекту можна винятково в результаті взаємодії, взаємної підтримки, взаємовпливу всіх трьох складових. Так, наприклад, за умов, коли підвищуються вимоги споживачів до продукції, загострюється конкурентна боротьба і скорочується життєвий цикл продукту (інакше кажучи, коли відбуваються зміни в клієнтському капіталі), підприємству важливо оновлювати продукцію, модернізувати виробничий процес, активно здійснювати інноваційну діяльність, що можливо лише на основі успішного продукування знань, тобто нарощення людського капіталу.

Однак *модель використання людських ресурсів* може бути ефективною тільки в тому випадку, якщо ґрунтується на виробничій культурі, орієнтованій на людину, та існує в умовах творчої атмосфери в колективі, що підкреслює важливість динамічного розвитку **організаційного капіталу**.

Разом з тим, незважаючи на унікальну роль кожного зі структурних елементів інтелектуального капіталу, людський, організаційний і клієнтський капітали не можна розглядати як його однопорядкові частини. В складі інтелектуального капіталу людський капітал є базовим, оскільки саме він створює всі інші складові досліджуваного феномену.

Так, завдяки знанням, компетенції, професійному рівню і наробкам спеціалістів відбувається вдосконалення системи управління, формування стійких взаємовигідних ділових зв'язків з партнерами, здійснюється дослідження ринку і розробка й виготовлення інноваційної продукції, стабільно висока якість якої формує позитивний імідж, працює на посилення прихильності споживачів до даної компанії.

¹Орлова Т. Интеллектуальный капитал: понятие, сущность, виды / Т. Орлова // Проблемы теории и практики управления. — 2008. — №4. — С. 109-119.

²Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: навч. посібник / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2007. — 440 с.

Всі елементи інтелектуального капіталу утворюють певний запас, що має деякий виробничий потенціал, через що їх часто називають фондами інтелектуального капіталу. В процесі їх актуалізації, коли створюється нова вартість і відбувається генерація доходу, елементи інтелектуального капіталу перетворюються на активи. Як зазначав Т. Стюарт, «розум стає майном, коли під впливом вільно діючої сили мозку створюється щось корисне, що має певну форму: перелік відомостей, база даних, опис процесу та ін.»¹.

Однак не всі інтелектуальні активи є власністю компанії. Винятки становлять особистісні (внутрішні чи неявні) знання («знання в головах у співробітників компанії»), які є набутком індивідууму, його фаховими компетенціями, навичками, здібностями та вміннями².

Доти, доки ці знання не оприлюднені, не висловлені, не продемонстровані чи передані, вони є власністю окремої людини, адже їх неможливо від неї відокремити і передати іншому власнику. Тому ця частина інтелектуальних активів не є власністю компанії. Остання, маючи в розпорядженні лише фізичний капітал, який самостійно збільшуватися не може, «орендує» цей найважливіший ресурс свого розвитку. Час використання «оренованих цінностей компанії» — виробничого досвіду, знань, навиків конкретного працівника, визначається терміном його перебування на підприємстві.

Таким чином, інтелектуальний капітал не можна ототожнювати з інтелектуальними активами, оскільки вони являють собою лише сукупність тих майнових цінностей компанії, які повністю належать їй на правах власності. Інтелектуальний капітал ширша за інтелектуальні активи категорія і крім явних (кодифікованих) знань включає ще й приховані (некодифіковані) знання³.

Інтелектуальні активи мають двоїстий характер: використовуються і як ресурс, необхідний у створенні наукомісткої продукції, і як кінцевий продукт, який може бути реалізований на ринку чи використаний у внутрішньогосподарській діяльності компанії⁴. У процесі використання індивідуальних інтелектуальних здібностей, професійних знань, досвіду працівників, які є ядром інтелектуальних ресурсів, створюється сукупність результатів інтелектуальної діяльності, що мають особливу комерційну значущість і складають основу інтелектуальних активів підприємства.

Інтелектуальні активи — це сукупність інформаційно-інтелектуальних ресурсів і продуктів, які мають реальну комерційну цінність для суб'єкта господарювання і можуть бути відчужені від їх розробників.

Інтелектуальні активи включають достатньо широкий перелік елементів: знання, досвід працівників, управлінські навички керівників компанії, її імідж, а також науково-дослідну, маркетингову інформацію, технічні та технологічні

¹ Стюарт Т. Интеллектуальный капитал. Новый источник богатства организации / Стюарт Т.; [пер. с англ.]. — М.: Поколение, 2007. — С. 54.

² За оцінками «Delphi Group», 42 % знань «зачинені» в головах співробітників і лише 24 % існують у формалізованому вигляді.

³ Соціально гуманітарний аспект інноваційно-технологічного розвитку економіки України: монографія / [Л. І. Федулова, С. В. Захарін, М. С. Данько, І. А. Шовкун та ін.]. — К.: Ін-т екон. і прогноз, 2007. — С. 94.

⁴ Лукичева Л. И. Управление интеллектуальным капиталом: учеб. пособие / Л. И. Лукичева. — 2-е изд., стереотип. — М.: Омега-Л, 2008. — С. 112.

розробки, встановлені взаємовідносини з партнерами, сформовану систему розподільних каналів тощо.

Очевидно, що сучасний бухгалтерський облік неспроможний обліковувати всі елементи інтелектуальних активів. Адже вони вбирають у себе ширше коло елементів, ніж визнані в обліку нематеріальні активи, об'єкти інтелектуальної власності, гудвіл¹.

Інтелектуальні активи — це сукупність спектра невідчутних (нематеріальних) активів (як відображених, так і не відображених у балансі засобів), які є майновими цінностями підприємства і відіграють провідну роль у створенні його реальної ринкової вартості.

Отже, з позицій позитивної економіки є всі підстави для включення управління інтелектуальними активами до системи фінансового менеджменту, основною метою якого є забезпечення динамічного процесу капіталізації за рахунок залучення раніше не використовуваних резервів: знань, компетенції, організаційних структур, інформаційних технологій, задоволеності клієнтів і та ін.

З метою вивчення змістовних характеристик інтелектуальних активів розглядають структуру і класифікацію їх видів, що є надто складним, але необхідним завданням, яке вирішується в процесі управління цим унікальним ресурсом. У табл. 6.5 представлено класифікацію інтелектуальних активів за основними ознаками.

Таблиця 6.5

КЛАСИФІКАЦІЯ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНИХ АКТИВІВ

Класифікаційні ознаки	Види інтелектуальних активів
1. За видами	<ul style="list-style-type: none"> • Знання, досвід, навички, професійність, компетентність; • формалізовані знання (патенти, ліцензії, процедури, системи керівництва); • корпоративна культура, моральні цінності і норми, стандарти, відповідальність; • результати НДДКР (винаходи, розробки, ноу-хау, авторські свідоцтва); • торгова марка, бренд, репутація, імідж компанії; • клієнтська база, мережа постачальників
2. За місцем утворення і генерування	<p>— Зовнішні (інтелектуальні активи, що визначають положення компанії на ринку: торгова марка, імідж, репутація, прихильність споживачів, партнерські відносини з постачальниками і підрядниками, бізнес-угоди, дистрибутивні канали і мережі);</p> <p>— внутрішні (інтелектуальні активи, що забезпечують функціонування компанії: процеси управління, бізнес-процеси, корпоративна культура, комерційні секрети, ноу-хау, патенти, ліцензії)</p>

¹ Однак не все, що визнано бухгалтерськими стандартами, стосується інтелектуальних активів компанії. Поява терміна «інтелектуальні активи» являє собою розвиток концепції нематеріальних активів у бік їх більшої насиченості, вимірюваності, прозорості. Упорядкування та систематизація названих термінів є актуальним питанням, від якого залежатиме спосіб відображення невідчутних активів у звітності, прийнятий і визнаний бухгалтерськими організаціями.

Закінчення табл. 6.5

Класифікаційні ознаки	Види інтелектуальних активів
3. За сферами діяльності	<ul style="list-style-type: none"> • Науково-виробничі; • фінансові; • маркетингові; • інформаційно-технологічні
4. За правовою охороною	<ul style="list-style-type: none"> — Юридично захищені інтелектуальні активи (авторські і суміжні права на програми ЕОМ, бази даних, патенти на винаходи, свідоцтва на товарні знаки, ліцензії; права на ноу-хау); — юридично незахищені інтелектуальні активи (знання, досвід, маркетингова інформація, споживча прихильність і т.д.)
5. За правом власності	<ul style="list-style-type: none"> • Інтелектуальні активи працівника (знання, вміння, навички, досвід, кваліфікація, креативність і т.д.); • інтелектуальні активи компанії (патенти, ліцензії, винаходи, торгові марки, товарні знаки, системи і способи управління, наявність партнерських зв'язків тощо)
6. За можливістю кількісного виміру	<ul style="list-style-type: none"> — ті, що вимірюються, а тому визнані в обліку («жорсткі»); — ті, що не вимірюються і не визнані обліком («м'які»)

Розглядаючи процес управління інтелектуальними активами, можна зробити висновок, що питання формування і використання таких активів, а також визначення рівня їх впливу на ефективність функціонування підприємницької структури та її економічне зростання визначають основний зміст відповідної підсистеми фінансового менеджменту.

Така підсистема передбачає створення і розвиток внутрішньофірмової системи управління інтелектуальними активами, забезпечення умов для її ефективного функціонування, оцінку її результативності та пошук шляхів подальшого вдосконалення процесу управління цим унікальним ресурсом.

Здійснення управління інтелектуальними активами підприємства має бути підпорядковано довгостроковим цілям його розвитку, які треба формулювати з урахуванням сучасного стану його ресурсної бази, становища на ринку, товарного асортименту і та ін.

Управління інтелектуальними активами передбачає сукупність дій і заходів, спрямованих на забезпечення процесів формування, розвитку і використання інтелектуальних активів підприємства, а також мотивацію процесів їх накопичення і примноження.

Ефективне управління інтелектуальними активами дає реальну можливість суттєво підвищити безпеку, конкурентоспроможність, ринкову вартість і дохідність бізнесу, відкрити нові перспективи його динамічного росту і розвитку.

У цьому зв'язку **мета управління інтелектуальними активами** — цими унікальними цінностями компанії — досягнення максимального результату від використання інтелектуальних активів при мінімізації витрат, що виникають на різних стадіях їх утворення.

Об'єкти управління інтелектуальними активами є процеси, пов'язані з формуванням і розвитком інтелектуальних активів. Виділяють такі особливості об'єкта управління:

а) інтелектуальний, творчий характер формування і використання інтелектуальних активів (полягає в тому, що їх створення потребує значних витрат креативно-творчої енергії працівників, у результаті застосування якої відбувається формування додаткового інтелектуального продукту. Значення полягає в підвищенні ефективності функціонування підприємства, конкурентоспроможності продукції внаслідок підвищення технічного рівня та якості, зниження трудомісткості робіт, забезпечення ресурсо- і енергозбереження);

б) унікальність, високий рівень новизни результатів процесів формування і розвитку інтелектуальних активів (пов'язана з соціально-психологічними особливостями людини, відмітними рисами її мислення). Інтелектуальна діяльність спрямована на винахідництво, отримання новизни як сукупності властивостей, що характеризують радикальність змін продукції і надають їй право називатися новою;

в) потреба в інтелектуальних здібностях працівників (сукупність знань досвіду і креативного мислення персоналу в процесі створення інтелектуальних активів виступає своєрідним засобом виробництва, і тому ефективність інтелектуальної діяльності залежить від рівня розвитку індивідуального інтелектуального капіталу індивідууму);

г) залежність від інтелектуальної активності (результативність процесів створення і використання інтелектуальних активів залежить не лише від інтелектуального потенціалу працівника, а й від його творчої активності. Творча активність — це форма реалізації інтелектуальних, моральних і культурно орієнтованих здібностей людини до створення нового, раніше невідомого знання, що забезпечує отримання інтелектуальної ренти і різного роду переваг перед конкурентами. Саме інтелектуальна активність відрізняє людський капітал від звичайної робочої сили і визначає природу процесу капіталізації здібності до праці);

д) охоплення всіх служб і підрозділів підприємства (творча діяльність пронизує не тільки технічні відділи, що здійснюють НДДКР, а й маркетингові, фінансові, кадрові та ін. управлінські служби).

Суб'єкти управління інтелектуальними активами — це керівники всіх служб і підрозділів, а також вище керівництво підприємства. Такі їх особисті якості, як новаторство та ініціатива стають важливими факторами успішної роботи.

Завдання управління інтелектуальними активами — створення атмосфери інноваційної сприйнятливості, забезпечення розвитку працівників, спонукання їх мотивації до накопичення і примноження інтелектуальних активів; створення, оцінку та включення інтелектуальних активів до структури капіталу підприємства; розробка і розвиток внутрішньофірмових механізмів їх використання, а також ефективна комерціалізація інтелектуальних продуктів.

Особливий характер створення інтелектуальної продукції обумовлює наявність таких *складнощів управління інтелектуальними активами підприємства*: необхідність підготовки висококваліфікованих працівників для наукових, виробничих та управлінських процесів; потреба в значних інвестиціях у процесі створення інтелектуальних активів; складність визначення ринкової вар-

тості конкретних інтелектуальних активів, а також їх внеску у формування вартості кінцевого продукту; необхідність координації чисельних функцій управління інтелектуальними активами в процесі створення і виробництва наукомісткої продукції; складність визначення тривалості її життєвого циклу; динамічність інноваційних процесів, що обумовлюють швидке оновлення всіх видів інтелектуальних активів і внесення постійних коригувань у системи забезпечення процесу управління інтелектуальними активами; проведення патентування об'єктів інтелектуальної власності, збереження виключних прав і забезпечення заходів запобігання несумлінній конкуренції; необхідність інформатизації бізнес-процесів, у тому числі створення розгалужених баз даних, які дозволяють контролювати процес управління інтелектуальними активами; високий ризик у прийнятті рішень у галузі управління інтелектуальними активами.

Виділяють два основні *напрями управління інтелектуальними активами*: управління формуванням та управління використанням (комерціалізацією) інтелектуальних активів.

Інтелектуальний капітал, як і фізичний, створюється і нагромаджується завдяки інвестиціям. Нелінійність взаємодії компонент цього феномена потребує комплексних зусиль для його нарощення. Унаслідок того, що жодна зі складових інтелектуального капіталу неспроможна замінити будь-який інший його елемент, вкладення коштів має здійснюватися за структурою даного феномена, щоб обумовити можливість досягнення синергетичного ефекту¹.

Однак оскільки всі види інтелектуальних активів створюються людськими знаннями, сукупність яких визначає приховані джерела цінності, що наділяють компанію нетрадиційно високою ринковою оцінкою, капіталовкладення в розвиток саме людського капіталу справедливо вважають пріоритетними.

Застосування терміна «інвестиції» до витрат на формування якісно нової робочої сили дозволило подолати помилку, що вкладення в людину є споживчими витратами, і довести їх продуктивну силу. Тож людський капітал формується на основі природжених якостей людини завдяки цілеспрямованим інвестиціям у його розвиток, розрахованим на тривалу перспективу.

Усі накопиченні в результаті інвестування знання, вміння, навички, творчі можливості працівників включені у виробництво товарів і послуг, реалізація яких дає підприємству дохід. Здатність до праці набуває властивостей інтелектуального капіталу, оскільки відбуваються принципові, якісні видозмінення всієї сукупності властивостей, формуючих якість робочої сили, що робить її власника спроможним створювати стійкий, додатковий продукт, затребуваний суспільством і, відповідно, надлишкову додану вартість, яка стає стійким джерелом додаткового доходу на вкладений в розвиток персоналу капітал.

Отже, обсяг і послідовність капіталовкладень визначає рівень віддачі від даного фактора виробництва.

¹ Синергетичний ефект — це зростання ефективності діяльності в результаті з'єднання, зливання окремих частин в єдину систему за рахунок системного ефекту (емерджентності). Це явище, при якому комбінація зусиль дає більший ефект, ніж звичайна сума окремих компонент.

Інвестиції в людський капітал мають низку особливостей:

1) функціонування людського капіталу, віддача від використання обумовлені волею людини — власника цього капіталу, його індивідуальними інтересами і пріоритетами, зацікавленістю, мотивацією і відповідальністю;

2) людський капітал здатен накопичуватися і примножуватися лише в результаті періодичного навчання працівника і отримання ним виробничого досвіду: якщо даний процес здійснюється безперервно, то його якісні характеристики покращуються;

3) вкладенням у людину притаманна більш висока, ніж для інших інвестицій, ступінь ризику і невизначеності. Адже однакові обсяги інвестицій можуть давати різні результати, оскільки на них справляють вплив природні здібності працівника, його трудові зусилля;

4) вкладення в людський капітал дають значний за обсягом, тривалий за часом та інтегральний за характером економічний і соціальний ефекти. За умов кваліфікованого менеджменту максимальна сума прибутку від інвестицій у людський капітал майже втричі перевищує дохід від вкладень у техніку. Дослідження залежності продуктивності праці від освіти показало: за підвищенні у 10 % рівня освіти продуктивність зростає на 8,6 %, тоді як за аналогічного збільшення акціонерного капіталу продуктивність зростає лише на 3–4 %¹.

Формування людського капіталу — це процес творення продуктивних здібностей людини за допомогою інвестицій у конкретні процеси її життєдіяльності.

До інвестицій у людський капітал належать кошти, які компанія вкладає у знання, уміння, навички, професійну підготовку і підвищення кваліфікації робітників; у зміцнення їх здоров'я і вирішення певних соціальних питань, а також у розвиток системи мотивації та стимулювання творчої, ініціативної праці. Саме ці параметри формують як рівень інноваційної активності персоналу, так і інші результати його інтелектуальної діяльності.

Активізація інноваційної активності персоналу необхідна для безперервного генерування технічних і технологічних ідей, створення нових методик вивчення ринку, технологій отримання, обробки та аналізу інформації, на удосконалення процедур управління потоками різноманітних ресурсів; механізмів стимулювання працівників і т. ін. Все це в кінцевому підсумку веде до прирощення інтелектуальних активів, подальше використання яких сприяє появі конкурентних переваг компанії.

Управління комерціалізацією інтелектуальних активів передбачає забезпечення умов для отримання максимальної вигоди від включення інтелектуальних активів до економічного обороту. Реалізація таких управлінських завдань обумовлює розробку фінансової стратегії і визначення напрямів використання інтелектуальних активів. У цьому зв'язку особливого значення набуває оцінка ринкової вартості та комерційної ефективності цих унікальних цінностей компанії.

Економічній оцінці підлягають ті інтелектуальні активи, що забезпечують бізнес-структурі певні потенційні переваги перед її конкурентами. Справжня

¹Орлова Т. Интеллектуальный капитал: понятие, сущность, виды // Проблемы теории и практики управления. — 2008. — №4. — С. 109—119.

вартість цих цінностей визначається не витратами на їх утворення, а доходами, які в майбутньому вони можуть генерувати. Тож визначення вартості інтелектуальних активів пов'язане з їх використанням.

Виділяють такі найхарактерніші випадки виникнення потреби в оцінці інтелектуальних активів:

- а) визначення потенційних можливостей підприємницької структури;
- б) купівля-продаж її акцій на ринку цінних паперів;
- в) отримання кредиту під заставу майна;
- г) складання бізнес-планів;
- д) визначення шкоди, нанесеної діловій репутації компанії незаконними діями з боку інших суб'єктів господарювання;
- е) використання інтелектуальних активів як внеску в статутний капітал створеного підприємства;
- ж) визначення його ринкової вартості та прогнозування її змін.

Основна внутрішня мета оцінки полягає у визначенні норми прибутку на інвестиції в будь-який невідчутний елемент майна компанії.

Враховуючи той факт, що ефективно управління інтелектуальними активами може бути налагоджене тільки за умови їх ідентифікації та кількісної оцінки, питання вибору її методів набуває особливої актуальності.

Для визначення цінності об'єкта оцінки використовують витратний, ринковий (порівняльний) і дохідний підходи, які мають свою специфіку і включають різні методи. В теорії і практиці управління їх маже тридцять. Така чисельність методів — наслідок обмежених можливостей застосування традиційних алгоритмів визначення вартості інтелектуального капіталу, що базуються на принципах бухгалтерського обліку, та унікальності окремих його елементів.

Всі існуючі на сьогодні моделі виміру інтелектуального капіталу розглядають в розрізі наступних груп¹:

Методи прямого виміру інтелектуального капіталу (Direct Intellectual Capital Methods, DICM) полягають в ідентифікації та оцінці у вартісному вигляді окремих елементів інтелектуального капіталу з подальшим визначенням інтегральної оцінки інтелектуального капіталу компанії. Дозволяють розраховувати майбутню вартість інтелектуального капіталу. Однак результат, отриманий таким чином, на практиці характеризується високою варіативністю у зв'язку зі значною кількістю ймовірнісних і суб'єктивних припущень в її розрахунку.

Метод ринкової капіталізації (Market Capitalization Methods, MCM) визначає різницю між ринковою капіталізацією компанії та власним капіталом її акціонерів. Отриманий результат розглядається як вартість інтелектуального капіталу. Однак при всій зручності даної методики, результат її застосування відображає не справжню вартість інтелектуальних активів, а лише ту суму, яку готові доплатити за них потенційні споживачі.

До даної групи методів належить загальновизнаний вимірник q -індекс Тобіна, що визначається завдяки зіставленню ринкової вартості активів компанії з су-

¹Це результат структуризації методів оцінки інтелектуального капіталу шведського дослідника К. Е. Свейбі.

мою, яку необхідно витрати на заміщення фізичних активів (або в деяких випадках — з балансовою вартістю компанії, включаючи вартість фінансових активів). Цей показник відображає всі складові вартості економічного суб'єкта, що не були відображені в балансових звітах. Поряд з такими різноманітними факторами, як прогнозні майбутні доходи, очікування брокерів, думки експертів і дефекти ринку, тут враховані нематеріальні активи, що формують інтелектуальні капітал компанії.

Якщо q -індекс більше 1, то ринкова вартість бізнес-структури перевищує її балансову вартість i , відповідно, в біржовій ціні відображені деякі незареєстровані (але визначені) інтелектуальні активи компанії. Якщо q -індекс менше 1, то біржова вартість менше від балансової, що вказує на недооцінку компанії¹.

Методи віддачі на активи (рентабельність активів) (Return on Assets Methods, ROA) ґрунтуються на розрахунку додаткового доходу від інтелектуального капіталу, що відповідає проценту перевищення рентабельності активів компанії над середнім значенням аналогічного показника по галузі.

Основним недоліком таких методик є оцінка лише інтегрального результату без можливості виявлення впливу на нього окремих елементів інтелектуальних цінностей.

Методи підрахунку балів (Scorecard Methods, SC) ідентифікують різні компоненти інтелектуального капіталу і відповідні їх індикатори у вигляді підрахунку балів. Методи цієї групи не передбачають отримання вартісної оцінки інтелектуального капіталу, а орієнтовані на формування діагностичної інформаційної системи про його наявність і склад.

Суттєвим недоліком підрахунку балів є те, що такі індикатори не є універсальними, а тому мають розраховуватися для кожної окремої компанії окремо, що робить неможливим зіставлення підприємницьких структур.

Однією з основних методик даної групи є **система збалансованих показників**, яка має чотири складових: фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, навчання та розвиток персоналу. Неважко помітити, що останні три групи індикаторів, по суті, стосуються вже звичних традиційних компонент інтелектуального капіталу.

У цій системі фінансам приділяється значна увага, в межах якої з фінансовими показниками мають перебувати у причинно-наслідковому зв'язку всі інші нефінансові показники. Отже, на думку авторів системи Р. Каплана і Д. Нортон, доповнення традиційних фінансових показників системою оцінок перспектив компанії робить розроблену систему дійсно збалансованою.

Однак суттєвим недоліком цієї методики є те, що попри заявлене врахування зв'язків між показниками, вона не здатна продемонструвати вплив кожного з представлених у ній блоків на створення вартості компанії.

Цікавість до спроб вимірити інтелектуальний капітал з роками лише зростає. У межах програм Європейського Союзу «Технології інформаційного суспільства» (Information Society Technologies — IST) і «Цільові соціально-економічні дослідження» (Targeted Socio-Economic Research — TSER) профі-

¹Руус Й. Интеллектуальный капитал. Практика управления / Йоран Руус, Стивен Пайк, Лиза Фернстрем; [пер. с англ.].— М.: Высш. шк. менеджмента, 2010.

нансовано низку досліджень на цю тему, найвідомішими з яких є PRISM і MERITUM¹.

Однак значно просунутися у питаннях точного визначення вартості інтелектуального капіталу так і не вдалося. Специфічний характер окремих елементів ускладнює розробку універсального методу оцінки цього феномена. З одного боку, позитивний ефект масштабу (вартість знань при їх використанні не зменшується, а зростає), позитивний мережевий ефект (збільшення ринкової вигоди унаслідок розвитку мережі), а з другого — невизначеність (цінність знань визначається у результаті використання, і минулі події і досвід не можуть стати основною для його оцінки), ризикованість (значні безповоротні втрати), неліквідність інтелектуального капіталу вимагають врахування цих та інших унікальних рис у методичних підходах, пов'язаних із оцінкою його вартості.

Складність визначення реальної ринкової ціни інтелектуальних активів розглядають як важливий індикатор їх особливості, яка має бути врахована у розробці комплексного підходу до управління цими невідчутними цінностями, які здатні не лише забезпечувати можливість виготовлення якісної продукції, а й адаптувати підприємницьку структуру до змін зовнішнього середовища завдяки удосконаленню техніки, технології, управління, освоєнню нових видів діяльності, ринків збуту, швидшому нарощенню капіталу.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 6

Управління активами є однією з комплексних систем, у якій інтегруються принципи фінансового менеджменту, операційного менеджменту, фінансового контролінгу, бухгалтерського та управлінського обліку, логістики та інших спеціальних галузей знань. Загальна координація питань розвитку та ефективності використання активів підприємства покладається на службу управління фінансами.

Комплексність системи управління активами обумовлює необхідність вирішення на підприємстві широкого кола завдань з організації їх обороту та управління ними. Вихідним елементом управління активами є управління процесом їх формування, протягом якого необхідно сформулювати обсяг і структуру активів, які відповідають характеру операційної діяльності підприємства та перспективам його розвитку в майбутньому.

Значний обсяг операційних активів, що формується підприємством, їх пріоритетна роль у забезпеченні функціонування підприємства визначають важливість і складність завдань їхнього використання в операційному процесі. В управлінні активами підприємства фінансовий менеджер має забезпечити їх максимальне залучення в операційний процес, створити умови для прискорення обороту активів, мінімізувати втрати їх вартості у процесі використання.

¹European Commissionwork on Intangible Assets [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ll-a.fr.

Одним із найважливіших напрямів управління активами підприємства є управління оборотними активами, що обумовлює необхідність виокремлення напрямів фінансового управління складовими оборотних активів — запасами, дебіторською заборгованістю і грошима.

Управління фінансуванням оборотних активів підприємства підпорядковується цілям забезпечення потреби у них відповідними коштами і оптимізації структури джерел формування фінансових ресурсів. Існує три підходи до формування оборотних активів підприємства: консервативний, помірний та агресивний. Рішення про фінансування оборотних активів за рахунок коротко- чи довгострокових зобов'язань приймається на основі концепції компромісу між ризиком і дохідністю.

Управління необоротними активами спрямоване на вирішення таких комплексів управлінських завдань, як обґрунтування можливих нових форм оновлення основних засобів, визначення потреби в їх нарощенні і можливих способів розширення, формування необхідних фінансових ресурсів, підвищення ефективності використання введених у дію основних засобів.

Ефективне управління інтелектуальними активами дає реальну можливість суттєво підвищити безпеку, конкурентоспроможність, ринкову вартість і дохідність бізнесу, відкрити нові перспективи його динамічного зростання і розвитку.

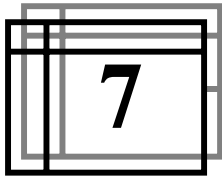
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Охарактеризуйте етапи управління активами підприємства.
2. Визначте позитивні особливості і недоліки оборотних і необоротних активів підприємства, які мають враховуватися у процесі формування і використання активів підприємства.
3. Охарактеризуйте основні методи визначення потреби у загальному обсязі активів підприємства.
4. Розкрийте зміст, мету та основні етапи управління оборотними активами підприємства.
5. Дайте характеристику основних етапів управління запасами підприємства.
6. Розкрийте сутність моделі оптимального розміру замовлення та умов її застосування.
7. Охарактеризуйте основні системи контролю за рухом запасів на підприємстві.
8. Розкрийте зміст, мету та основні етапи управління дебіторською заборгованістю підприємства.
9. Обґрунтуйте критерії ефективності операцій рефінансування дебіторської заборгованості підприємства.
10. Розкрийте зміст, мету та основні етапи управління грошовими активами підприємства.
11. Дайте порівняльну характеристику моделей оптимізації залишку грошових коштів і визначте можливості їх застосування.
12. Охарактеризуйте моделі стратегії фінансування оборотних активів підприємства.

13. Визначте джерела фінансування оновлення операційних необоротних активів підприємства.
14. Розкрийте економічну сутність, склад, особливості та класифікацію інтелектуальних активів підприємства.
15. Розкрийте зміст, мету, завдання фінансового управління інтелектуальними активами підприємства.
16. Охарактеризуйте особливості управління формуванням та використанням інтелектуальних активів підприємства.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Бланк И. А.* Управление активами / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 2000. — 721 с.
2. *Бланк И. А.* Управление активами и капиталом предприятия / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 2003. — 446 с.
3. *Лукичева Л. И.* Внутрифирменное управление интеллектуальными активами / Лукичева Л. И., Егорычев Д. Н. — М.: ООО «Омега — Л», 2004. — 192 с.
4. *Кендюхов О. В.* Ефективне управління інтелектуальним капіталом: Монографія / О. В. Кендюхов; НАН України. — Донецьк: ДонУЕП, 2008. — 359 с.
5. *Швиданенко Г. О.* Управління капіталом підприємства: навч. посібник / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2007. — 440 с.



Розділ

УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

Вивчивши матеріали розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- економічну сутність капіталу підприємства, його види і джерела формування;
- цілі та принципи управління капіталом підприємства;
- відмінність фінансових ресурсів від капіталу підприємства;
- особливості формування й управління власним капіталом підприємства;
- форми позикового капіталу і вплив ефекту фінансового левериджу на рентабельність власного капіталу.

Успішно засвоївши матеріали розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- обґрунтовувати доцільність і можливість залучення підприємством додаткового капіталу на підставі аналізу альтернативних джерел фінансування;
- визначати і оцінювати вартість елементів власного капіталу;
- оцінювати вартість складових залученого капіталу;
- оцінювати вплив чинників і розраховувати середньозважену вартість капіталу підприємства;
- управляти власним капіталом, враховуючи особливості організаційної структури підприємства;
- визначити оптимальну структуру капіталу і здійснювати контроль за джерелами фінансування підприємства;
- враховувати значення фінансового левериджу при розробці фінансової політики підприємства;
- змінювати структуру капіталу підприємства за рахунок використання різних інструментів фінансового ринку при прийнятті управлінських рішень.

Основні терміни та поняття

Вартість капіталу

Власний капітал

Джерела формування капіталу

Капітал підприємства

Оптимізація структури капіталу
 Позиковий капітал
 Позичений капітал
 Середньозважена вартість капіталу (WACC)
 Структура капіталу
 Фінансовий леверидж

7.1. КАПІТАЛ ПІДПРИЄМСТВА ЯК ОБ'ЄКТ УПРАВЛІННЯ

7.1.1. Економічна сутність капіталу

Сучасна фінансова наука все більше уваги приділяє категорії капіталу. Концепції капіталу покладені в основу з'ясування сильних і слабких сторін бізнесу, вироблення стратегії зростання ділової активності, визначення цінності бізнесу і його реструктуризації. Тільки капітал у процесі функціонування забезпечує інтереси як власників підприємства, так і держави.

Важливість капіталу, управління процесами його залучення, розміщення, функціонування та обслуговування в умовах ринкових відносин в Україні висуває потребу поглиблення теоретичних положень щодо економічної сутності капіталу.

Найчастіше поняття «капітал» пов'язується з речовою формою і не враховує грошового капіталу, який не можна ототожнювати з засобами виробництва і який призначається для їх придбання на забезпечення безперервності руху капіталу у сферах виробництва та обігу.

Капітал підприємства характеризується процесом індивідуального кругообігу, який здійснюється за відомою схемою (рис. 7.1).

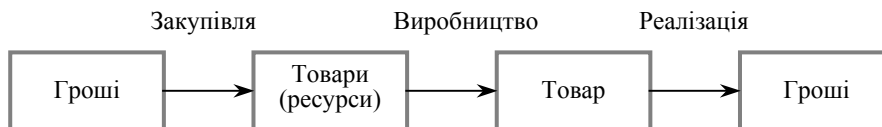


Рис. 7.1. Капітал підприємства як процес індивідуального кругообігу

Іншими словами, капітал будь-якого суб'єкта господарювання складається з трьох частин:

- засоби виробництва;
- готова продукція;
- гроші та грошові документи.

Підприємство насамперед має авансувати кошти для придбання факторів виробництва (елементів постійного і змінного капіталів). Для цього підприємство вступає в економічні відносини з продавцями на ринку засобів виробництва і виходить на ринок праці для придбання необхідної за кількістю та якістю робочої сили.

Отже, для нового підприємства капітал починає свій рух у сфері обігу як грошовий капітал. Функція грошового капіталу зводиться до придбання елементів виробничого капіталу.

Якщо підприємство має засоби виробництва і робочу силу, починається виробничий процес. На цьому етапі капітал виступає як виробничий капітал. Основна функція виробничого капіталу — приносити більшу вартість, тобто самозростати.

Але для того, щоб підприємство отримало більшу вартість у грошовій формі, треба реалізувати продукт капіталу, у подальшому набуваючи форми товарного капіталу.

Основна функція товарного капіталу — реалізація товару й одержання більшої вартості у грошовій формі. Таким чином, капітал проходить три стадії і набуває трьох форм — грошової, виробничої і товарної. Такий послідовний рух називають кругооборотом капіталу. Припинення руху на одній зі стадій кругообороту призводить до порушення процесу зростання капіталу.

На певний момент часу для капіталу, що функціонує в різних сферах виробництва, характерне певне співвідношення між функціональними формами. Чим триваліший процес виробництва продукції, тим більшим має бути виробничий капітал. За таких умов виробничий капітал створює більшу вартість, і тому він являє собою основний фактор, що впливає на загальний розмір капіталу підприємства.

Підприємства (підприємці) певну частину капіталу формують у грошовій формі, і це пояснюється:

- потребою в наявних грошових коштах для забезпечення безперервності кругообороту капіталу;
- бажанням мати певний резерв, який можна пустити в обіг для швидкого отримання доходів (і прибутку);
- необхідністю мати частину капіталу в найбільш ліквідній формі на випадок непередбачуваних подій.

Розмір товарного капіталу обумовлений договірними і кредитними зобов'язаннями виробника. Головними чинниками при цьому виступають обсяг виробництва, стан ринку збуту, організація збуту та інфляційні процеси, які сприяють відносному зростанню товарного капіталу.

Оскільки капітал постійно перебуває у русі, всі його частини (грошова, виробнича і товарна) здійснюють кругообіг. Безперервний рух капіталу у сферах виробництва й обігу, послідовне повторення стадій кругообігу перетворюють його на оборот капіталу. Слід враховувати, що різні частини капіталу обертаються з різною швидкістю. Наприклад, уречевлена частина капіталу (будівлі, приміщення) функціонує багато років, тому обертається повільно. Оборот капіталу, вкладеного в основне технологічне обладнання, також охоплює кілька років. Частина капіталу, втілена у сировині, матеріалах, заробітній платі працюючих, авансується підприємством для кожного виробничого циклу і повертається підприємству з вартістю реалізованої продукції (товару, робіт, послуг).

Частину капіталу, яка зберігає споживну вартість протягом кількох циклів виробництва, переносячи її на продукт частинами, називають **основний капітал**.

Частину капіталу, що втрачає свою споживну вартість за один виробничий цикл, вартість якої повністю повертається на підприємство разом із реалізацією продукції, називають **оборотний капітал**.

Чим вища частка оборотного капіталу у співвідношенні між основним і оборотним капіталами, тим швидше обертається капітал. Підприємці повинні контролювати загальний оборот свого капіталу, тобто оборот авансованої ними вартості, і повернення цього капіталу до вихідної форми — грошової.

Отже, **капітал** — це одна з категорій, яка найбільш широко використовується у фінансовому менеджменті, та є базою створення і розвитку підприємства.

Зміст категорії «капітал» виявляється в його специфічних рисах і сутнісних характеристиках (рис. 7.2).



Рис. 7.2. Основні характеристики капіталу як об'єкта управління

У процесі функціонування підприємства капітал забезпечує інтереси держави, власників і працівників; є основним джерелом добробуту його власників як у початковому, так і в майбутньому періодах. Будь-яке підприємство веде виробничу або іншу комерційну діяльність, мусить мати відповідний капітал як сукупність матеріальних цінностей, грошових коштів, фінансових вкладень і витрат на придбання прав і привілеїв, необхідних для здійснення його господарської діяльності.

Капітал підприємства — головний вимірник його ринкової вартості. У цій ролі виступає насамперед власний капітал підприємства, що визначається за обсягом його чистих активів та одночасно за обсягом залучених коштів, які сприяють одержанню додаткового доходу.

Зростання власного капіталу в динаміці характеризує рівень ефективності господарської діяльності підприємства, його здатність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел. І навпаки, зниження обсягу власного капіталу пов'язане з неефективною, або збитковою, його діяльністю.

Важлива роль капіталу в економічному розвитку підприємства і забезпеченні інтересів держави, інвесторів, власників і працюючих обумовлює його значущість як об'єкта фінансового менеджменту.

Проведений історичний огляд показує, що кожна з накопичених науковою думкою інтерпретацій змісту капіталу характеризує певний бік його багатогранної сутності. Однак розглянуті характеристики повною мірою не відображають її зміст з позиції підприємства. До того ж разом з еволюцією економічного світогляду, постійно розширюється спектр досліджуваних вченими видів і форм капіталу, причому функціонування деяких з них розглядається тільки на макроекономічному рівні.

У сучасній українській економічній літературі існує велика кількість визначень категорії капітал підприємства, які відображають різні точки зору. Багато українських фінансистів розглядають капітал підприємства як багатоаспектну категорію. Однак повністю сутність капіталу підприємства розкривається лише через діалектичну єдність трьох аспектів його прояву:

- 1) капіталу як сукупності засобів виробництва;
- 2) капіталу як грошової суми, що використовується у господарських операціях для отримання доходів;
- 3) капіталу як сукупності економічних відносин.

Якщо розглядати капітал, як сукупність засобів виробництва, тобто функціонуючий капітал підприємства, що характеризує процес вкладення та функціонування ресурсів компанії, особливими елементами є основний та оборотний капітал. Основними елементами є основний та оборотний капітали. Капітал як грошова сума, що використовується у господарських операціях для отримання доходів, — це наступний аспект прояву капіталу підприємства, що відображає процеси його фінансування і є прийнятним до використання у розробці та впровадженні політики управління вартістю та фінансовою структурою капіталу, який розглядається як сукупність власної та позикової складових. Інформаційним носієм цих двох змістовних аспектів капіталу підприємства виступають актив і пасив балансу відповідно.

У вітчизняній економічній літературі іноді має місце ототожнення понять «капітал» і «фінансові ресурси». Для розкриття сутності фінансових ресурсів, слід враховувати відмінності між діючим механізмом управління фінансами в доринковий період і в умовах його трансформації у зв'язку з переходом до ринкової економіки.

У доринковий період загальнодержавна власність на засоби виробництва реалізовувалася в поєднанні з централізацією формування та розподілу фінансових ресурсів зверху вниз. У самостійне розпорядження підприємств потрапляла невелика децентралізована частина ресурсів у вигляді залишкового прибутку, амортизаційних відрахувань і незначної частки інших ресурсів, які залишалися у підприємства після відшкодування всіх витрат, пов'язаних зі здійсненням простого відтворення та поточної господарської діяльності. Фінансові ресурси підприємств у той період трактувалися як накопичення і грошові надходження. За розміром вони становили невелике доповнення до централізованих інвестиційних фондів, і тільки частково забезпечували потреби підприємств. З перехо-

дом до ринкової економіки підприємства здобули повну економічну самостійність, право і необхідність формувати ресурси не тільки для всіх поточних потреб, а й для створення нових підприємств, здійснення як інвестиційної, так і фінансової діяльності.

У західній економічній літературі замість поняття «фінансові ресурси» використовують поняття «вхідні грошові потоки», «грошові кошти». Втім таке отождивлення цих понять призводить до звуження понять «фінансові ресурси», а відмінність фінансових ресурсів від грошей полягає в тому, що фінансові ресурси опосередковують фінансові відносини, що виникають у процесі розподілу створеної вартості суб'єктом господарювання, крім того, фінансові ресурси — це не просто грошові кошти, а відповідний ресурс, здатний перетворюватися на капітал, який не виступає у вигляді реальних грошей. Ці дефініції хоч і тісно пов'язані та мають ідентичну економічну природу, однак потребують відокремлення одне від одного.

Так, атрибутивною властивістю фінансових ресурсів є грошова форма, тоді як зміни у розмірах капіталу підприємства не завжди пов'язані з припливом чи відтоком грошових коштів (наприклад, збільшення суми власного капіталу за рахунок дооцінки необоротних активів чи безкоштовного одержання підприємством об'єктів необоротних активів від інших юридичних або фізичних осіб).

У той же час основною рисою капіталу є здатність до самозростання, що на мікрорівні забезпечується лише за умови його участі у господарському обороті компанії. Тому один з найвагоміших елементів грошових потоків підприємства — виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), поповнюючи склад його фінансових ресурсів, — не має прямого впливу на розмір капіталу. Це відбувається тому, що виручка слугує тільки тимчасовим частковим носієм вартості (у частині прибутку), а до складу капіталу буде включено тільки прибуток, що підлягає реінвестуванню (частина чистого прибутку, яку планують повторно задіяти в господарській діяльності).

Таким чином, фінансові ресурси формуються у момент надходження грошових коштів на підприємство (виручка від реалізації, надходження від реалізації майна та ін.), а капітал — у результаті фактичного залучення фінансових ресурсів до господарського обороту, що забезпечує їхній приріст.

7.1.2. Цілі та принципи управління капіталом підприємств

Основна мета управління капіталом підприємств нерозривно пов'язана з головною метою фінансового менеджменту загалом і реалізується з нею в єдиному контексті. З розвитком фінансового менеджменту змінювалися і підходи до визначення його основної мети. Сучасна економічна теорія головною метою фінансового менеджменту підприємства визначає підвищення його вартості, адже вартість підприємства є одним із показників ефективності управління бізнесом і визначає його привабливість для потенційних інвесторів.

Вартість підприємств визначається багатьма чинниками, серед яких виділяють ефективність операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Ефективність фінансової діяльності визначається результатами фінансового менеджме-

нту із залучення різних джерел фінансування та їх використання в інвестиційній та операційній діяльності.

Така мета враховує взаємодію сукупності різних факторів: часу, дохідності, ризику, вартості використаних ресурсів (капіталу). З позиції комплексного підходу до управління капіталом — це цілеспрямований вплив на процес формування, розміщення, функціонування та обслуговування капіталу для максимізації ринкової вартості компанії, її прибутку та забезпечення фінансової рівноваги. Таким чином, у системі менеджменту капіталу можна визначити тісно пов'язані підсистеми.

Основними складовими процесу управління капіталом на стадії його формування є політика управління власним і позиковим капіталом, а також управління вартістю і структурою капіталу.

Реалізація цілей управління формуванням капіталу підприємства здійснюється в два етапи.

Перший етап процесу управління формуванням капіталу передбачає проведення аналізу показників звітного (передпланового) періоду і вимагає вирішення таких завдань:

- оцінка наявності капіталу і його достатності для забезпечення заданих темпів розвитку підприємства;
- аналіз рентабельності капіталу;
- здійснення оцінки фінансового ризику, пов'язаного з формуванням капіталу;
- проведення оцінки рівнів фінансової стійкості та платоспроможності;
- аналіз наявної структури капіталу.

Другий етап процесу управління формуванням капіталу тісно пов'язаний із прогнозуванням як методом виявлення оптимальних варіантів дій та управління підприємством у майбутньому періоді. На цьому етапі встановлюють орієнтири оптимізації структури капіталу за критеріями, що мають кількісний вимір та обирають цільову структуру капіталу шляхом оцінки і порівняльного аналізу різних варіантів, у тому числі і альтернативних.

Цілеспрямоване формування і використання капіталу корпорації визначає ефективність її фінансово-господарської діяльності. Головною метою формування капіталу є задоволення потреб компанії в джерелах фінансування активів.

Для забезпечення ефективного управління формування капіталу необхідним буде дослідити класифікаційну характеристику його видів. Така потреба у класифікації видів капіталу за різними ознаками випливає з того факту, що в кінцевому результаті різні елементи капіталу по-різному впливають на формування фінансових результатів, показників фінансової стійкості і незалежності підприємства.

Різновиди капіталу підприємства сьогодні характеризуються кількома десятками термінів, тому різні автори розглядають ці різновиди в певній систематизації класифікаційних ознак.

До основних ознак класифікації капіталу відносять такі:

- за змістом і формою (активи та пасиви);
- за складовими відповідно НП(с)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності»;

- за джерелами формування (сукупний власний і позиковий капітали);
- за терміном залучення (довго- і короткостроковий капітали);
- за об'єктом інвестування (основний та оборотний капітали);
- за напрямками використання (капітал внутрішнього та зовнішнього обігу підприємства);
- за рівнем ризику (безризиковий, середньо- і високоризиковий);
- за стадіями кругообігу промислового капіталу (грошовий, виробничий і товарний);
- за напрямками розподілу приросту капіталу (виплачений або споживаний, реінвестований або нагромаджений).

Розглядаючи *ранжування капіталу за змістом і формою*, варто зазначити, що активи підприємства та джерела їх фінансування (пасиви) — це різні аспекти одного і того ж поняття — капітал підприємства. Саме з фінансового погляду майно (активи) передбачає очікування майбутніх надходжень коштів або використання фінансових ресурсів у минулому. Отже, капітал підприємства за формою являє собою поділ майна за напрямками розміщення капіталу.

За вище зазначеним поділом капіталу за змістом і формою, уможлиблюється і його детальніше ранжування, яке відповідає поділу активів і пасивів *за положеннями НП(с)БО 1*. Так, капітал, представлений в активах підприємства, поділяють на: необоротні активи; оборотні активи; необоротні активи, утримувані для продажу і групи вибуття. Капітал же у пасивах підприємства представлено як власний капітал, довгострокові зобов'язання і забезпечення, поточні зобов'язання і забезпечення, зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, і групами вибуття.

Найпоширенішою є *класифікація капіталу підприємств за джерелами його формування* є його розподіл на власний і позиковий капітал. Такий підхід найдоцільніший у питаннях управління величиною і фінансовою структурою капіталу підприємств.

Розподіл капіталу за джерелами формування варто здійснювати в такому порядку.

По-перше, розподіляти капітал на:

внутрішній — за джерелами, що формуються на самому підприємстві;

зовнішній — за джерелами, що формуються за межами підприємства.

По-друге, розподіл внутрішнього і зовнішнього капіталів на:

власний капітал — власні доходи і надходження підприємства від різних видів діяльності звітного періоду звітного періоду;

позиковий капітал — капітал, що формується через отримання підприємством різноманітних кредитів і позик, а також тимчасових його зобов'язань зі здійснення платежів.

Залежно від строку, на який залучається капітал, розрізняють на довгостроковий і короткостроковий його види.

Довгостроковий капітал підприємства складається з власного капіталу, а також з позичкового капіталу зі строком використання більше від одного року. *Короткостроковий капітал підприємства* залучається на період до одного року і найчастіше використовується на покриття потреби в оборотних коштах.

Залежно від об'єкта інвестування розрізняють основний та оборотний капітали. Основний капітал підприємства — це сукупність майнових цінностей підприємства, які багаторазово беруть участь у процесі господарської діяльності і переносять свою вартість на вартість виготовленої продукції частинами.

Тобто, *основний капітал* — це грошова оцінка основних засобів як матеріальних цінностей, що мають тривалий період функціонування.

Оборотний капітал підприємства — частина капіталу, інвестованого в обігові в активи, що обслуговують виробничий цикл підприємства для забезпечення його господарської діяльності з метою отримання доходу.

Розподіл капіталу підприємства за напрямками використання передбачає виокремлення в його складі капіталу, який обслуговує внутрішній і зовнішній обіг підприємства. До зовнішнього обігу підприємства можна віднести капітал, вкладений у довгострокову та поточну дебіторську заборгованість, довгострокові та поточні фінансові інвестиції. Відповідно до капіталу, що використовується у внутрішньому обігу підприємства, можна віднести всі активи, які не віднесені до зовнішнього обігу.

Залежно від рівня ризику капітал поділяють на три основні групи: безризиковий, середньоризиковий і високоризиковий.

Безризиковий капітал характеризує ту його частину, яка використовується у здійсненні безризикових операцій, що пов'язані з будь-якою (операційною, фінансовою, інвестиційною) діяльністю підприємства.

Середньоризиковий капітал характеризує ту його частину, яка задіяна в операціях виробничого чи інвестиційного характеру, рівень ризику яких приблизно відповідає середньоринковому.

Високоризиковий капітал характеризує його використання в операційній діяльності, що оснований на принципово нових технологіях і пов'язана з випуском принципово нових продуктів, або в інвестиційній діяльності, що пов'язана з фінансовими інвестиціям і значним терміном.

За стадіями кругообігу капітал підприємства реального сектору поділяється на капітал у грошовій, виробничій і товарній формах. На першій стадії капітал у грошовій формі авансується в конкретні фактори виробництва (засоби праці, предмети праці), перетворюючись у такий спосіб на виробничу форму; на другій стадії виробничий капітал у процесі виробництва продукції поступово перетворюється на товарну форму; на третій стадії товарний капітал під час реалізації продукції перетворюється на грошовий капітал.

За напрямками розподілу приросту капіталу його поділяють на *споживаний капітал* (приріст капіталу, що розподіляється між засновниками та учасниками згідно з їхнім внесками до статутного капіталу підприємства і виплачується їм) і *реінвестований капітал* (чистий прибуток, який реінвестується у підприємство для подальшого розвитку).

Розглянуті види капіталу тісно пов'язані між собою і свідчать про складність системи управління капіталом, яка має забезпечувати відповідний рівень ефективності господарської діяльності підприємства, задоволення потреби у формуванні необхідних активів, оптимізації їх структури з позиції забезпечення умов ефективного використання.

У процесі формування капіталу підприємство повинно дотримуватися певних принципів.

До базових принципів системи управління капіталом підприємства можна віднести такі.

1. Інтегрованість із загальною системою управління підприємством. Фінансування і забезпечення ефективності всіх сфер функціонування підприємства нерозривно пов'язане з формуванням капіталу, зміною його обсягу, структури, вартості та дохідності. Управління формуванням і функціонуванням капіталу має тісний взаємозв'язок із такими видами функціонального менеджменту, як фінансовий, інвестиційний, виробничий, операційний, інноваційний, антикризовий, менеджмент персоналу. Цей факт визначає необхідність органічної інтегрованості менеджменту капіталу з іншими функціональними підсистемами і загальною системою управління підприємством.

2. Системний характер формування управлінських рішень. Усі управлінські рішення у сфері менеджменту капіталу впливають на кінцеві результати фінансово-господарської діяльності підприємства, і тому управління формуванням і функціонуванням капіталу підприємства має розглядатися як комплексна функціональна система, яка здійснює процес управління, забезпечує розроблення і взаємозв'язок управлінських рішень, кожне з яких впливає на результативність підприємницької діяльності.

3. Високий динамізм управління. Ефективні управлінські рішення у сфері менеджменту капіталу, які були розроблені та реалізовані у попередніх періодах, не завжди можуть бути повторно використані на подальших етапах розвитку підприємства. Це пов'язано з високою динамікою факторів зовнішнього середовища, і передусім на ринку капіталу. Крім того, змінюються умови функціонування підприємства, особливо на етапах зміни фази життєвого циклу. Отже, системі управління капіталом має бути притаманна висока гнучкість, яка враховувала б потенціал формування власних фінансових ресурсів, темпи економічного розвитку, рівень конкурентоспроможності, форми організації виробничої і фінансової діяльності, фінансовий стан, рівень сприйнятливості до нововведень та інші параметри підприємства.

4. Варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень. Реалізація цього принципу передбачає, що підготовка кожного управлінського рішення у сфері формування структури та напрямів використання капіталу підприємства має враховувати альтернативні можливості дій. За наявності альтернативних проектів вибір повинен базуватися на системі критеріїв, які визначають фінансову ідеологію, стратегію або політику підприємства. Система таких критеріїв у сфері формування та функціонування капіталу встановлюється підприємством самостійно.

5. Орієнтованість на стратегічні цілі та перспективи розвитку. Якими б ефективними не були проекти з погляду менеджменту капіталу, вони мають бути відхилені, якщо суперечать місії або стратегічним напрямам розвитку підприємства. Перспективи розвитку підприємства визначають стратегію формування капіталу, що стосуються насамперед умов його надання і терміну використання.

6. Забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі господарської діяльності. Реалізація цього принципу забезпечується способом максимізації показника рентабельності власного капіталу за прийнятної для підприємства рівня фінансового ризику.

7. Забезпечення оптимальної структури капіталу з позиції ефективного його функціонування. Умови досягнення високих кінцевих результатів діяльності підприємства значною мірою залежать від структури капіталу з позиції його незалежності. Структура капіталу являє собою співвідношення власних і позикових коштів, які підприємство використовує у процесі господарської діяльності.

Структура капіталу підприємства визначає багато аспектів не тільки фінансової, а й операційної та інвестиційної діяльності, впливає на кінцеві результати цієї діяльності. Структура капіталу підприємства діє на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу, визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості і платоспроможності (тобто рівень основних фінансових ризиків), а також формує співвідношення рівня прибутковості та ризиків у процесі розвитку підприємства.

Структура капіталу пов'язана з особливостями кожної з його складових частин, тобто власного і позикового.

У пасиві балансу в аналітичних цілях капітал групують за часом погашення:

- власний капітал.
- довгострокові зобов'язання;
- короткострокові зобов'язання

Власний капітал (безстрокове джерело фінансування) охоплює джерела власних коштів підприємства.

Власний капітал підприємства характеризується такими основними особливостями:

- простотою залучення, тому що рішення, пов'язані зі збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування), приймаються власниками і менеджерами підприємства без необхідності одержання згоди інших суб'єктів господарювання;
- під час використання підприємство не несе додаткових витрат (сплата процентів), що сприяє забезпеченню підвищення рівня прибутку від всіх видів діяльності;
- сприяє забезпеченню фінансової стійкості розвитку підприємства і його платоспроможності у довгостроковому періоді. Це досягається насамперед за рахунок нерозподіленого прибутку, який є джерелом поповнення оборотного капіталу і фінансування капіталовкладень.

Одночасно власний капітал має певні недоліки:

- обмеженість обсягу залучення, а отже, і можливостей суттєвого розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства в періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу;
- висока вартість порівняно з альтернативними позичковими джерелами формування капіталу;
- не використана можливість збільшення рентабельності власного капіталу за рахунок залучених (позичкових) коштів. Без залучених коштів неможливо

забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.

Таким чином, підприємство, що використовує лише власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює 1, але обмежує темпи розвитку, оскільки не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансових можливостей приросту прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризує загальну суму боргу підприємства і містить таке.

Довгострокові зобов'язання — це зобов'язання, які погашаються протягом терміну, що перевищує один рік. Основними видами цих зобов'язань є довгострокові кредити і позики.

Короткострокові зобов'язання — це зобов'язання, які покриваються оборотними активами або погашаються внаслідок утворення нових короткострокових зобов'язань. Їх погашають протягом нетривалого періоду (у термін не більше як 1 рік). Виділення короткострокових зобов'язань в окрему групу важливо для моніторингу ліквідності балансу.

Позиковий капітал характеризується такими позитивними особливостями:

- досить широкими можливостями залучення, особливо за умови високого кредитного рейтингу підприємства, наявності застави чи гарантії поручителя;
- забезпеченням зростання фінансового потенціалу підприємства за необхідності істотного розширення його активів і підвищення темпів зростання обсягів господарської діяльності;
- нижчою (порівняно з власним капіталом) вартістю завдяки забезпеченню ефекту «податкового щита» (вилучення витрат на його обслуговування з бази оподаткування під час визначення суми податку на прибуток);
- здатністю сприяти приросту фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

Водночас використання позичкового капіталу має такі недоліки:

— використання позичкового капіталу пов'язане з ризиком зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності підприємства. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позичкового капіталу;

— активи, сформовані за рахунок позичкового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, що знижується на суму виплачуваного позичкового процента в усіх його формах (процента за банківський кредит, лізингової ставки, купонного процента за облігаціями, вексельного процента за товарний кредит);

— висока залежність вартості позичкового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. У ряді випадків за зниження середньої ставки позичкового процента використання раніше отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) підприємству стає не вигідним у зв'язку з наявністю дешевших альтернативних джерел кредитних ресурсів;

— складність процедури залучення коштів (особливо у великих розмірах), оскільки надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших суб'єктів

(кредиторів), які вимагають у ряді випадків відповідних гарантій: застави (гарантії страхових компаній, чи банків, інших суб'єктів, що надаються, як правило, на платній основі).

Слід враховувати, що підприємство, яке використовує позикові кошти (банківський кредит, облігаційні позики), має вищий фінансовий потенціал для економічного зростання і можливості збільшення прибутковості власного капіталу. Однак така компанія генерує фінансові ризики, якщо частка позикових коштів у пасиві балансу перевищує 50 %

8. Забезпечення мінімізації витрат при формуванні капіталу з різних джерел. Така мінімізація здійснюється в процесі управління вартістю і структурою капіталу.

Одним із ключових завдань формування капіталу є мінімізація витрат на його формування з різних джерел (власних, позикових і залучених), що досягається в процесі управління його вартістю і структурою.

Обов'язковим є забезпечення раціонального використання капіталу в процесі господарської діяльності. Дане завдання реалізується шляхом максимізації прибутковості власного капіталу за мінімізації фінансових ризиків. Важливе значення має також прискорення оборотності власного капіталу, що сприяє зростанню його прибутковості.

Серед методів управління формуванням капіталу найбільш складними вважаються проблеми мінімізації вартості (ціни) капіталу та оптимізації його структури, які вимагають детальнішого вивчення.

7.2. ПОЛІТИКА ФОРМУВАННЯ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

В економічній літературі знаходять відображення різні підходи до ранжирування капіталу за джерелами його формування. Найпоширенішою класифікацією капіталу підприємств за джерелами його формування є його розподіл на власний і позиковий види капіталу. Цей підхід є найдоцільнішим у питаннях управління величиною та фінансовою структурою капіталу підприємства.

Розподіл капіталу за джерелами формування варто здійснювати в такому порядку: по-перше, розподілити капітал на внутрішній, тобто виокремити ту його частину, що формується на підприємстві, а також зовнішній, тобто капітал, що формується за межами підприємства; по-друге, внутрішній і зовнішній види капіталу доцільно поділити на власний капітал — власні доходи і надходження підприємства за різними видами діяльності (операційної, фінансової, інвестиційної) звітного періоду; і позиковий капітал — капітал, що формується через отримання підприємством різноманітних кредитів і позик, а також тимчасових його зобов'язань щодо здійснення платежів.

Економічну сутність власного капіталу можна розкрити за ранжуванням його понятійних складових за різними ознаками, а саме — джерела формування,

форма існування, рівень відповідальності щодо порядку формування, функціональне призначення, складові елементи.

За джерелами формування капітал підприємства різняться виходячи з форми власності та організаційно-правової форми підприємства. Тому власний капітал може формуватись за рахунок внесків засновників підприємства, внесків учасників підприємства, а також акумульованого прибутку минулих періодів функціонування підприємства, що спрямовується на його реінвестування. Крім зазначених джерел формування власного капіталу, необхідно виділити й такі з них, що не належать ні до внесків засновників та учасників, ні до реінвестованого прибутку, однак слугують джерелом поповнення власних коштів на підприємстві, тобто іншими джерелами (вартість безоплатно переданого майна фізичними та юридичними особами).

За формою існування власний капітал поділяється на три складові:

1) капітал, який виражається через суму простих і привілейованих акцій першої та додаткових емісій за їх номінальною вартістю, що зазначено в установчих документах (акціонерні товариства), або через суму внесків при створенні підприємства (приватні, державні, колективні підприємства та кредитні спілки) — інвестований (вкладений або сплачений) капітал;

2) капітал, який виражається вартістю безкоштовно отриманих підприємством від інших юридичних або фізичних осіб різноманітних активів — дарчий капітал;

3) капітал, який представлено як частину прибутку, що отримано внаслідок ефективної діяльності підприємства, що не був використаний (розподілений) у звітному періоді, а реінвестований у підприємство для подальшого його економічно-соціального розвитку — нерозподілений прибуток.

За рівнем відповідальності у складі власного капіталу виокремлюють:

зарєєстрований капітал — зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, які є внеском власників (учасників) до капіталу підприємства. Величина цього капіталу підлягає обов'язковій реєстрації в державному реєстрі господарських одиниць;

незарєєстрований капітал — це капітал, який виражений сумою величин додатково вкладеного капіталу, іншого додаткового капіталу, резервного капіталу і нерозподіленого прибутку, який не потребує обов'язкової реєстрації у відповідних установчих документах підприємства.

Отже, рівень відповідальності, що закріплений за зарєєстрованим і за незарєєстрованим капіталом виходячи з їхнього змісту, — різний. *Зарєєстрований капітал*, розмір якого визначено в установчих документах і зарєєстровано в державному реєстрі господарських одиниць, забезпечує регулювання відносин власності й управління підприємством і є певним гарантом фінансової стійкості та кредитоспроможності підприємства. *Незарєєстрований капітал* — це капітал, розмір якого не має законодавчо визначених меж, а тому не підлягає реєстрації. Щодо зарєєстрованого капіталу, то його розмір не може бути меншим від встановленої законодавством суми.

Зарєєстрований і незарєєстрований види капіталу підприємства різняться також і за їх функціональним призначенням. Так, зарєєстрований капітал функці-

онально призначений для створення підприємства через формування його активів, необхідних для цього, а тому його можна назвати ще початковим капіталом підприємства. Серед складових власного капіталу до початкового належить зареєстрований (пайовий) капітал. До такого капіталу у законодавстві висунуто подвійну вимогу до розміру. З одного боку, відповідність зафіксована в статутних документах у загальній вартості активів; з другого — відображення вартості активів, які внесені власниками до капіталу підприємства.

Забезпечення цієї вимоги досягається виокремленням ще однієї складової власного капіталу — неоплаченого капіталу, який вираховується у визначенні підсумку власного капіталу. Внесення активів зменшує величину неоплаченого капіталу, зводячи її до нуля.

Регулювання величини власного капіталу підприємств характеризується особливостями, пов'язаними із можливістю викупу акцій часток у їх власників і повторного розміщення викуплених акцій (часток), що є вимірником права власності на активи підприємства. Тому одним із видів власного капіталу акціонерного товариства є *вилучений капітал* — фактична собівартість акцій власної емісії або часток, викуплених товариством у його учасників.

Що ж стосується незареєстрованого капіталу, то його функціональним призначенням є формування додаткових (резервних, нарощених) величин, що необхідні для забезпечення розширеного відтворення підприємства та покриття непередбачених тимчасових витрат і збитків, тому цей капітал можна назвати також додатковим капіталом.

Окремим елементом власного капіталу є *резервний капітал*, що втілює суму резервів, створених відповідно до чинного законодавства чи засновницьких документів. Резервний капітал формується за рахунок нерозподіленого прибутку підприємства і є суттєвою складовою власного капіталу. Це та частина прибутку, що залишається в підприємства після виплати доходів власникам і формування резервного капіталу. Відповідно, сума непокритого збитку зменшує суму власного капіталу.

Розглянута класифікаційна характеристика власного капіталу дає змогу розкрити зміст власного капіталу в комплексній взаємодії окремих його елементів за різними класифікаційними ознаками, що слугують основою для подальшого вивчення структури капіталу підприємства та оптимізації її впливу на фінансову стійкість підприємства.

Отже, власний капітал підприємств потрібно розглядати у розрізі його різних класифікаційних характеристик в обов'язковому їх взаємозв'язку, що дозволить розширити можливості аналізу необхідної оптимальної величини власного капіталу щодо перспектив розвитку самого підприємства з врахуванням його організаційно-правової форми.

До основних критеріїв, за якими здійснюється обґрунтування вибору організаційно-правової форми ведення підприємницької діяльності, можна віднести порядок створення суб'єкта господарювання, можливість участі власників в управлінні його діяльністю, можливість фінансування, умови переходу права власності і правонаступництво, умови оподаткування, рівень накладних витрат і законодавчі обмеження.

Для цілей управління капіталом підприємства необхідним є детальний розгляд класифікації підприємств за критерієм способу утворення (заснування) та формування статутного капіталу.

Відповідно до Господарського кодексу України за цим критерієм усі підприємства поділяються на унітарні та корпоративні. *Унітарне підприємство* створюється одним засновником, який виділяє необхідне для того майно, формує відповідно до закону статутний капітал, неподілений на частки (паї), затверджує статут, розподіляє доходи, безпосередньо або через керівника, який ним призначається, управляє підприємством і формує його трудовий колектив на засадах трудового найму, вирішує питання реорганізації та ліквідації підприємства.

Акціонерне товариство створюється, як правило, двома чи більше засновниками за їх спільним рішенням (договором), але відповідно до чинного законодавства, засновник може бути один. Товариство діє на основі об'єднання майна і/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків підприємства.

Корпоративні підприємства — це кооперативні підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, у тому числі засновані на приватній власності двох чи більше осіб.

Найбільшого поширення серед корпоративних підприємств набули саме господарські товариства, до яких належать:

1) акціонерне товариство — господарське товариство, яке має статутний капітал, поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства, а акціонери несуть ризик збитків, пов'язаних із діяльністю товариства, у межах вартості належних їм акцій, крім випадків, визначених законом;

2) товариство з обмеженою відповідальністю — господарське товариство, що має статутний капітал, поділений на частки, розмір яких визначається установчими документами, і несе відповідальність за своїми зобов'язаннями тільки своїм майном. Учасники товариства, які повністю сплатили свої вклади, несуть ризик збитків, пов'язаних з діяльністю товариства, у межах своїх вкладів;

3) товариство з додатковою відповідальністю — господарське товариство, статутний капітал якого поділений на частки визначених установчими документами розмірів і яке несе відповідальність за своїми зобов'язаннями власним майном, а в разі його недостатності учасники цього товариства несуть додаткову солідарну відповідальність у визначеному установчими документами однаково кратному розмірі до вкладу кожного з учасників;

4) повне товариство — господарське товариство, всі учасники якого відповідно до укладеного між ними договору здійснюють підприємницьку діяльність від імені товариства і несуть додаткову солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном;

5) командитне товариство — господарське товариство, в якому один або кілька учасників здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і несуть

за його зобов'язаннями додаткову солідарну відповідальність усім своїм майном, на яке за законом може бути звернено стягнення (повні учасники), а інші учасники присутні в діяльності товариства лише своїми вкладками (вкладники).

Концентрація капіталу приватних або юридичних осіб є основою формування корпоративних структур.

Корпорація — це бізнес, заснований як окрема юридична особа, до складу якої входить одна або більше приватних чи юридичних осіб, наголошує С. Росс. Або таке визначення Ван Хорна: «Корпорація — це безособове підприємство, засноване за законом: може володіти майном і брати на себе зобов'язання».

У світовій практиці крім способу створення (заснування) підприємства та формування його статутного капіталу висувається ще ряд критеріїв відповідності компанії організаційній формі бізнесу у вигляді корпорації. Такими критеріями виступають належність до юридичної особи, наявність обмеженої відповідальності, безстрокове існування, вільна передача прав власності, централізоване управління.

Основною відмінністю корпорації від інших форм організації бізнесу є її незалежність від власників, а обмежена відповідальність — основною позитивною рисою даної форми організації бізнесу стосовно приватного підприємництва. Корпорація може залучати капітал у грошовій і негрошовій формах, без додаткової відповідальності власників. Детальне вивчення цього питання показало, що серед господарських товариств, які визначені як корпоративні підприємства чинним українським законодавством, зазначеним вимогам повністю відповідають тільки публічні акціонерні товариства.

Вітчизняні акціонерні товариства як правове поняття не можна вважати повним еквівалентом терміну «корпорація», що використовується в економічному праві більшості країн світу. Однак ці поняття достатньо сумісні для використання та адаптації в Україні світового досвіду управління капіталом корпорацій.

У світовій практиці корпоративна форма організації підприємницької діяльності набула поширення завдяки існуванню низки переваг. Так, однією з найхарактерніших особливостей процесу управління капіталом акціонерного товариства на будь-якому етапі діяльності є його здатність залучати капітали як дуже великих, так і практично необмеженої кількості окремих дрібних інвесторів. Жодній з інших організаційно-правових форм ведення бізнесу більше не доступний такий великий спектр інструментів залучення капіталу. Можливість акумулювати значний обсяг необхідних фінансових ресурсів дає можливість реалізувати масштабні високоприбуткові проекти. До того ж, акціонерне товариство являє собою найстійкішу форму організації бізнесу, оскільки вибуття з нього окремого інвестора не призведе до ліквідації всього підприємства. Для акціонерів товариство є привабливою формою інвестування капіталів, перш за все завдяки високому рівню мобільності прав власності, обмеженості ризику сумою вкладу, а також порівняно низькому рівню інформаційної асиметрії.

Основними недоліками акціонерної форми господарювання, що впливають на процес управління капіталом, є низький рівень оперативності прийняття рішень і наявність значних агентських витрат, тобто витрат, що пов'язані з виконанням функцій управління компанією.

За організаційними витратами акціонерні товариства є найдорожчою формою підприємництва (виникають додаткові накладні витрати на проведення загальних зборів акціонерів, складання спеціальної звітності на вимогу державних регулюючих органів та її оприлюднення, здійснення обов'язкових щорічних аудиторських перевірок фінансової звітності (для публічних акціонерних товариств, утримання ревізійної комісії, ведення реєстру акціонерів, організацію виплати дивідендів, тощо). Акціонерні товариства поділяються на публічні і приватні з цілої низки специфічних рис їх функціонування, що встановлені чинним законодавством (табл. 7.1).

Таблиця 7.1

**ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ ОСНОВНИХ ВИМОГ
ДО ПУБЛІЧНИХ І ПРИВАТНИХ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ**

Основні вимоги	Публічні акціонерні товариства	Приватні акціонерні товариства
1. Кількісний склад	не обмежений	не більше як 100 акціонерів
2. Розміщення акцій	публічне та приватне	виключно приватне
3. Ціна розміщення або продажу акцій	не нижча за ринкову (номінальну) вартість	
4. Купівля-продаж цінних паперів на фондовій біржі	обов'язкова	не може здійснюватись
5. Переважне право акціонерів на придбання акцій	відсутнє	може бути передбачено статутом
6. Придбання значного пакета акцій товариства	особа зобов'язана не пізніше ніж за 30 днів подати товариству письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його	
7. Голосування на загальних зборах акціонерів	виключно з використанням бюлетенів	можливе шляхом відкритого голосування, використання бюлетенів
8. Обрання членів наглядової ради та ревізійної комісії	виключно шляхом кумулятивного голосування	пропорційно або кумулятивним голосуванням
9. Зобов'язання з наявності власної веб-сторінки у мережі Інтернет	має	не має
10. Перевірка незалежним аудитором річної звітності	обов'язкова	не обов'язкова
11. Кворум загальних зборів	за умови реєстрації не менш як 60 % акціонерів	

Враховуючи законодавчі вимоги, специфічні умови функціонування та фінансування, створення підприємств передбачає формування власного капіталу, що являє собою частину загальної фінансової стратегії підприємства, яка полягає в забезпеченні виробничо-господарської діяльності грошовими коштами. Головними цілями формування власного капіталу є:

— створення за рахунок власного капіталу необхідного обсягу необоротних активів (власного основного капіталу — ВНА);

— створення за рахунок власного капіталу певної частки оборотних активів (власного оборотного капіталу — $V_{обK}$).

Величину власного основного капіталу (ВНА) розраховують за формулою

$$ВНА = НА - ДО, \quad (7.1)$$

де НА — необоротні активи по балансу на кінець періоду (кварталу, року); ДО — довгострокові зобов'язання, що використовуються для фінансування необоротних активів.

Обсяг власного оборотного капіталу $V_{обK}$ визначають за формулою

$$V_{обK} = ОА - ДО - ПО, \quad (7.2)$$

де ОА — оборотні активи; ДО — довгострокові зобов'язання, спрямовані на фінансування оборотних активів; ПО — поточні зобов'язання, спрямовані на покриття оборотних активів.

Перевищення величини власного капіталу над величиною необоротних активів (за вирахуванням довгострокових зобов'язань) являє собою чистий оборотний капітал ЧОК.

Чистий оборотний капітал характеризує суму вільних грошових коштів, якими підприємство може розпоряджатись в звітному періоді.

Управління власним капіталом пов'язане не тільки з раціональним використанням накопиченої його частини, але й з визначенням власних джерел фінансування, що забезпечують майбутній розвиток підприємства. У процесі управління власним капіталом джерела його формування підрозділяють на внутрішні і зовнішні.

До складу внутрішніх джерел поповнення власного капіталу включають:

- нерозподілений прибуток;
- кошти, які надходять до власного капіталу в результаті переоцінки (дооцінки) основних засобів;
- інші внутрішні джерела (резервні фонди).

Амортизаційні відрахування також є внутрішнім джерелом формування власних фінансових ресурсів, але величину власного капіталу вони не збільшують, а лише виступають способом його реінвестування.

До складу зовнішніх джерел поповнення власного капіталу включають:

- мобілізацію додаткового пайового капіталу (шляхом внесків коштів засновників до статутного або вкладеного капіталу);
- залучення додаткового акціонерного капіталу (за допомогою додаткової емісії та розміщення акцій);
- безоплатну фінансову допомогу від юридичних і фізичних осіб;
- конверсію позикових коштів у власні (наприклад, обмін корпоративних облігацій на акції);
- кошти цільового фінансування, що надійшли на інвестиційні цілі;
- інші зовнішні джерела (емісійний дохід, що утворюється при продажу акцій за ціною вище їх номінальної вартості).

Кожен суб'єкт господарювання самостійно вирішує питання щодо джерел збільшення капіталу, його ефективного інвестування і реінвестування. Вибір

варіантів і шляхів залучення капіталу має відмінності залежно від сфер діяльності, організаційно-правової форми підприємства.

Крім того, на прийняття рішень про управління власним капіталом впливають як фактори зовнішнього середовища, так і внутрішні характеристики підприємства, підходи власників і менеджерів (одна компанія вибирає метод збільшення капіталу через емісію акцій і облігацій, друга — залученням позичкового капіталу, третя — вибирає політику внутрішнього фінансування, мобілізуючи резерви і реінвестуючи більшу частину прибутку).

Певний вплив на прийняття рішень, пов'язаних із формуванням капіталу, має структура власності компанії (зовнішні і внутрішні власники, співвідношення учасників власного і позичкового капіталу), фінансова інфраструктура (рівень розвиненості фондового ринку), правова система (захищеність інвесторів, законодавча база про банкрутство).

Сутність політики управління щодо забезпечення капіталом функціонування компанії і виплат засновникам і власникам капіталу (власного і позичкового) зводиться до вирішення таких питань:

- вибір між джерелами формування капіталу (власні і позичкові кошти). Принциповою рисою позичкових коштів є їх повернення в установлений строк з урахуванням плати за користування (процент);
- вибір схеми мінімізації податкових платежів;
- вибір форми залучення зовнішніх джерел фінансування (з фіксованим або плаваючими процентами за позичкові кошти, конвертованих активів, похідних) і забезпечення їх привабливості на фінансових ринках;
- дивідендної політики, схем виплат власникам капіталу підприємства і пропорції між реінвестованим прибутком і прибутком, який сплачується власникам.

Враховуючи складнощі зовнішнього фінансування, політика формування власного капіталу спрямована на забезпечення самофінансування підприємства. Ця політика включає такі основні етапи:

- 1) аналіз джерел поповнення в базовому періоді власного капіталу;
- 2) визначення загальної потреби у власному капіталі в майбутньому (прогнозованому) періоді;
- 3) оцінку вартості залучення власного капіталу з різних джерел;
- 4) оптимізацію співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу.

Розглянемо детальніше зміст кожного етапу.

Перший етап. Метою аналізу формування власного капіталу в базовому періоді є визначення фінансового потенціалу для майбутнього розвитку підприємства.

На першій стадії аналізу вивчають відповідність темпів приросту прибутку і власного капіталу темпам приросту активів (майна) та обсягу продажів; динаміку питомої ваги власних джерел фінансування в загальному обсязі. Доцільно порівняти ці параметри за ряд періодів. Оптимальне співвідношення між ними таке:

$$T_{\Pi} > T_{ВП} > T_{ВК} > T_A > 100 \%, \quad (7.3)$$

де T_{Π} — темп зростання прибутку, %; $T_{ВП}$ — темп зростання виручки (нетто) від продажу товарів, %; $T_{ВК}$ — темп зростання власного капіталу, %; T_A — темп зростання активів, %.

Тобто прибуток повинен зростати вищими темпами, ніж інші параметри. Це означає, що витрати виробництва повинні знижуватися, виручка від продажів — зростати, а власний капітал і активи (майно) використовуватися більш ефективно за рахунок прискорення їх оборотності. Однак на практиці, навіть у стабільно працюючих підприємствах можливі значні відхилення від зазначеного співвідношення.

На другій стадії аналізу досліджують співвідношення між внутрішніми і зовнішніми джерелами формування власного капіталу та вартість його складових.

На третій стадії аналізу оцінюють достатність власного капіталу, сформованого у базовому періоді.

Другий етап. Загальну потребу у власному капіталі на майбутній період встановлюють за формулою

$$P_{зфр} = \frac{P_K \cdot P_{ВК}}{100} - ВК_{\text{III}} + ЧП_{\Pi}, \quad (7.4)$$

де $P_{зфр}$ — загальна потреба у власному капіталі в майбутньому періоді; P_K — загальна потреба в капіталі на кінець прогнозованого періоду; $P_{ВК}$ — питома вага власного капіталу у його загальній сумі на кінець прогнозованого періоду; $ВК_{\text{III}}$ — сума власного капіталу на початок періоду; $ЧП_{\Pi}$ — сума чистого прибутку, що спрямовується на розвиток в прогнозованому періоді.

Розрахункова величина включає необхідну суму власного капіталу.

Третій етап. Оцінку залучення капіталу з різних джерел здійснюють у розрізі його окремих елементів. Результати такої оцінки служать базою для прийняття управлінських рішень відносно вибору альтернативних джерел поповнення власного капіталу.

Четвертий етап. Забезпечення оптимального обсягу залучення власного капіталу за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел потребує визначення існуючих джерел фінансування.

Обсяг поповнення власного капіталу із зовнішніх джерел призначений покрити дефіцит тієї їх частини, яку не вдалося сформувати за рахунок внутрішніх джерел.

Процес оптимізації співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власного капіталу базується на таких критеріях:

1) мінімізація вартості (ціни) мобілізації власного капіталу. Якщо вартість зовнішніх джерел поповнення власного капіталу перевищує прогнозу величину залучення позикових коштів (облігаційних позик і банківських кредитів), то слід відмовитися від їх використання;

2) збереження управління корпорацією її засновниками (власниками), якщо воно є достатньо ефективним.

Ефективність розробленої політики формування власного капіталу можна оцінити за допомогою коефіцієнта стійкого економічного зростання $K_{СЕР}$:

$$K_{\text{СЕР}} = \frac{\text{ЧП} - \sum \text{Д}}{\text{ВК}} \cdot 100\%, \quad (7.5)$$

де $\sum \text{Д}$ — сума випланих дивідендів; ВК — власний капітал; $\text{ЧП} - \sum \text{Д}$ — реінвестований чистий прибуток.

Показник характеризує стійкість і перспективи розвитку підприємства, тобто такими темпами в середньому збільшується її економічний потенціал (при порівнянні даного коефіцієнту в динаміці за ряд періодів).

Реалізація ефективної політики управління власним капіталом підприємства має забезпечувати:

- максимізацію маси прибутку з урахуванням допустимого рівня фінансового ризику;
- раціональну структуру використання чистого прибутку: на виплату дивідендів і розвиток підприємства;
- впровадження ефективної амортизаційної політики;
- формування ефективної емісійної політики (додаткової емісії корпоративних цінних паперів) або залучення додаткового пайового капіталу;
- підвищення фінансової стійкості та інвестиційної привабливості підприємства.

Зміцненню фінансової стійкості компанії на основі вибору найприйнятніших джерел залучення капіталу сприяє оцінка його вартості.

Управління вартістю власного капіталу передбачає врахування таких особливостей.

1. Оподаткування дивідендних виплат підвищує вартість власного капіталу порівняно з позиковим (в одержувача доходів). Виплати власникам акцій у формі дивідендів здійснюють за рахунок чистого прибутку акціонерного товариства. Виплату процентів за залучений позиковий капітал визнають витратами підприємства, внаслідок чого вартість власного капіталу, отриманого в результаті емісії акцій, часто перевищує вартість позикових коштів.

2. Залучення власного капіталу пов'язано з фінансовим ризиком для інвесторів, що підвищує його вартість на величину премії (надбавки) за ризик.

3. Мобілізація власного (акціонерного) капіталу передбачає отримання підприємством капіталу на безповоротній основі, що підтверджує вигідність цього джерела для підприємства, незважаючи на його вартість. Позиковий капітал передбачає виплату процентів і повернення у встановлений строк основної суми боргу (позики). Власний капітал зумовлює платежі акціонерам (у формі дивідендів), за винятком випадків викупу акціонерним товариством власних акцій у їх власників. Це забезпечує більшу фінансову безпеку використання власного капіталу з позиції досягнення підприємством фінансової стійкості і платоспроможності.

4. Необхідність періодичного коригування обсягу власного капіталу, зафіксованого в балансі (на вимоги чинного законодавства стосовно відповідності обсягу чистих активів).

5. Оцінка залучення власного капіталу має імовірнісний характер, оскільки поточні ринкові ціни на акції схильні до значних коливань на фондовому ринку. Залучення позикових засобів засновано на процентних ставках, зафіксованих у

кредитних договорах позичальників з банками. Випуск в обіг простих акцій не містить таких договірних зобов'язань перед інвесторами. Виняток становить емісія привілейованих акцій з фіксованим процентом дивідендних виплат, які визначені у проспекті емісії.

Специфікою акціонерних товариств є можливість формування їх власного капіталу за рахунок емісії акцій, що передбачає високий ризик для емітента. Це зумовлює виважену фінансову стратегію акціонерного товариства щодо розробки та реалізації емісійної та дивідендної політики.

7.3. ПОЗИКОВИЙ КАПІТАЛ І ФІНАНСОВИЙ ЛЕВЕРИДЖ

7.3.1. Класифікація позикового капіталу підприємства

Позиковий капітал суб'єктів господарювання характеризує сукупний обсяг фінансових зобов'язань і забезпечень суб'єкта господарювання, тобто загальну суму боргу підприємства.

Згідно з НП(с)БО 1, зобов'язання — заборгованість підприємства, яка виникла внаслідок минулих подій і погашення якої в майбутньому, як очікується, призведе до зменшення ресурсів підприємства, що втілюють економічні вигоди.

Таким чином, зобов'язання відображають наслідки прийнятих у минулому фінансових зобов'язань, які несуть імовірність майбутнього вилучення коштів суб'єктів господарювання і втрати ними економічної вигоди. Разом із тим певні дії суб'єкта господарювання веде до виникнення обов'язків, але не обов'язково — до виникнення зобов'язання.

Для виникнення зобов'язань підприємства, потрібні певні умови, до яких можна віднести:

- 1) обов'язки, що існують на даний момент і є результатом минулих господарських операцій або подій;
- 2) обов'язки, пов'язані з необхідністю майбутніх платежів з метою збереження певних господарських зв'язків суб'єкта господарювання з його контрагентами або відповідно до нормального здійснення господарської діяльності;
- 3) обов'язки, які мають бути виконані беззаперечно;
- 4) обов'язки, що мають визначений строк виконання, хоча точна дата може бути невідомою;
- 5) обов'язки, які прийняті щодо суб'єктів, які можуть бути ідентифіковані якщо не в момент прийняття зобов'язання, то в момент його виконання.

Особливості позикового капіталу полягають у такому:

- це капітал, який залучається підприємством на певний строк на платній основі;
- право власності на фінансові ресурси належить капіталодавцям;
- ціна (плата) позикового капіталу визначається сукупністю витрат, які несе підприємство у зв'язку із його залученням від капіталодавців і визначається як відношення сплачених процентів (або інших платежів) до суми, яку фактично отримує підприємство;

- дає можливість підприємству формувати податковий щит.

Для розкриття сутності позикового капіталу необхідним є виділення певних класифікаційних ознак його ранжування.

Основні класифікаційні ознаки позикового капіталу такі:

- *за метою запозичення:*
для поповнення, модернізації необоротних активів;
для формування, поповнення оборотних активів;
для задоволення інших потреб щодо діяльності підприємства;
- *за терміном запозичення* (відповідно до НП(с)БО):
довгострокові, що мають бути погашені в термін, який більший одного операційного циклу, або в термін, більший дванадцяти місяців з дати балансу;
короткострокові — усі інші зобов'язання (поточні зобов'язання);
- *за формою запозичення:*
у грошовій формі (банківський кредит);
у формі основних засобів (фінансовий лізинг);
у товарній формі (комерційний кредит);
в інших матеріальних чи нематеріальних формах;
- *за формою забезпечення:*
незабезпеченні позичкові кошти;
забезпечені поручительством чи гарантією;
забезпечені заставою;
- *за формою сплати:*
монетарні, що відображають суму грошових коштів, що підлягають сплаті кредиторам;
немонетарні, що представляють собою зобов'язання поставити товар або надати послуги визначеної кількості та якості;
- *за періодом запозичення:*
теперішні;
майбутні;
- *за джерелами створення:* зовнішні — передбачають залучення стандартне капіталу від зовнішніх контрагентів:
 - **зовнішні довгострокові позикові кошти:**
довгострокові кредити банків;
довгострокові облігаційні позики;
довгострокові кредити і позики небанківських фінансових установ;
довгострокові державні цільові кредити;
фінансовий лізинг;
довгостроковий податковий кредит і пільги;
 - **зовнішні короткострокові позикові кошти:**
короткострокові кредити банків;
короткострокові кредити і займи небанківських фінансових установ;
короткостроковий товарний (комерційний) кредит;
короткостроковий податковий кредит;
 - **внутрішні короткострокові позикові кошти** — ґрунтуються на використанні ресурсів, що утворюються за рахунок відстрочених і прострочених зов-

нішніх зобов'язань. У нормальній ринковій економіці обсяг таких позикових ресурсів не досить значний, однак у кризовий період такі позикові кошти використовуються досить активно і включають;

— **внутрішні довгострокові позикові кошти:**

відстрочена і прострочена заборгованість за майно в оренді;
реструктуризований борг за кредитами і позиками;
відстрочена і прострочена заборгованість за облігаційними позиками;
відстрочена податкова заборгованість;

— **внутрішні короткострокові позикові кошти:**

короткострокові кредити і позики, не сплачені у строк;
короткостроковий товарний кредит, не сплачений у строк;
внутрішня і зовнішня кредиторська заборгованість, строк сплати якої не настав;
прострочена внутрішня і зовнішня кредиторська заборгованість.

Отже, позиковий капітал складається з кредитів банків, облігаційних позик, авансів, отриманих від покупців (замовників), та іншої кредиторської заборгованості.

Довгострокові кредити і позики відображають у бухгалтерському балансі як довгострокові зобов'язання зі строком погашення, який перевищує 12 місяців.

Другою формою залучення довгострокового капіталу є випуск облігаційних позик. Акціонерне товариство має право розміщувати облігації відповідно до рішення ради директорів, якщо інший порядок не визначено його статутом. Облігація засвідчує право власника вимагати її погашення (виплату номінальної вартості і процентів або номінальної вартості за дисконтною облігацією) у встановлений термін.

У рішенні про емісію облігацій повинні визначатись форми, строки та інші умови їх розміщення. Номінальна вартість усіх випущених облігацій не повинна перевищувати розмір статутного капіталу товариства або розмір забезпечення. Товариство може випускати облігації зі строком погашення за серіями у визначені терміни.

Товариство може випускати облігації, які забезпечені відповідним майном; облігації під забезпечення, яке надає третя особа; облігації без забезпечення. Випуск облігацій без забезпечення дозволяється товариству після трьох років діяльності та за умови затверджених двох річних балансів. Облігації можуть бути іменними або на пред'явника.

Фінансові довгострокові зобов'язання можуть бути конвертовані і неконвертовані. Довгострокові конвертовані зобов'язання пов'язані з кредитами і позиками, які підприємство отримало на умовах, згідно з якими у разі їх непогашення у визначений термін, до кредиторів переходить певна кількість акцій або вони володітимуть частиною вкладу в статутний капітал.

Довгострокові неконвертовані зобов'язання не пов'язані з певними умовами надання кредиторам прав на отримання акцій або володіння частиною статутного капіталу в разі неповернення кредитів і позик.

Порівнюючи довгострокові кредити з фінансуванням через позики, які залучаються через фондовий ринок (емісія корпоративних облігацій), доцільно відзначити такі переваги:

- підприємство не несе витрат щодо випуску документарних емісійних цінних паперів, на їх розміщення; оплату послуг фінансових посередників;
- умови надання кредиту визначаються партнерами за кожною кредитною угодою;
- термін отримання кредиту від банку з моменту його оформлення завжди менший порівняно з надходженням коштів з фондового ринку.

Короткостроковий позичковий капітал залучається підприємством відповідно до кредитного договору, укладеного з банками. У бухгалтерському балансі короткострокові кредити і позики відображаються як короткострокові зобов'язання зі строком погашення протягом 12 місяців, що є джерелом поповнення оборотних активів.

Управління позиковим капіталом — це цілеспрямований процес його формування з різних джерел і в різних формах відповідно до потреб підприємства у позикових коштах на кожному етапі його розвитку.

Враховуючи особливості позикового капіталу, до основних чинників, які спонукають підприємства використовувати позиковий капітал, відносять:

розбіжності в часі між виготовленням продукції та її оплатою (надходженням коштів на рахунки), що призводить до нестачі оборотних активів. За цих умов, нестача коштів покривається переважно за рахунок короткострокового позикового капіталу;

необхідність підвищення конкурентоспроможності підприємства та оновлення його виробничої бази, реалізація широкомасштабних інвестиційних проєктів у рамках інвестиційної стратегії як за рахунок реінвестування прибутку, власного капіталу, так і довгострокового позикового капіталу.

Управління залученням позикового капіталу передбачає: формування інформаційної бази для управління позиковим капіталом; розрахунок потреби у капіталі на основі прогнозу операційної та інвестиційної діяльності; визначення можливостей залучення власного капіталу; визначення потреби у позиковому капіталі, вибір оптимальних джерел і умов залучення запозичень; оцінювання ефективності формування позикового капіталу; забезпечення реалізації політики залучення підприємствами капіталу; аналіз ефективності використання позикового капіталу.

Залучення позикового капіталу — це складова фінансової стратегії, яка передбачає підвищення ефективності діяльності та інвестування розвитку підприємства за умов забезпечення найефективніших форм і умов використання запозичень.

Процес залучення позикового капіталу складається з таких етапів:

- аналіз залучення і використання позикових коштів у попередньому періоді (виявлення обсягів, складу форм запозичення, а також оцінка ефективності їх використання);
- визначення мети залучення позикового капіталу в майбутньому періоді (поповнення необхідного обсягу постійної частини оборотних активів, формування належного обсягу інвестиційних ресурсів, забезпечення соціальних потреб, інші тимчасові потреби);
- визначення допустимого обсягу залучення позикових коштів (обсяг запозичень обумовлений забезпеченням достатньої фінансової стійкості підприємс-

тва, яка оцінюється з позиції як позичальника, так і кредитора, що може привести до зниження вартості майбутніх залучень);

- оцінки вартості залучення позикового капіталу (результати такої оцінки покладено в основу розробки управлінських рішень відносно вибору альтернативних джерел залучення капіталу, які забезпечують потреби підприємства в капіталі);

- визначення співвідношення обсягу короткострокового і довгострокового позикового капіталу в межах кожного періоду здійснюється в розрізі окремих цільових спрямувань їх майбутнього використання. Метою таких розрахунків є встановлення строків використання позикового капіталу для оптимізації співвідношення довгострокового та короткострокового капіталу. В процесі цих розрахунків визначається повний і середній термін використання позик;

- диференціації форм залучення позикового капіталу. Вибір форми залежить від мети і специфіки діяльності підприємства;

- визначення складу основних позичальників (їх склад визначається формою залучення позикового капіталу). Основними позичальниками є постійні постачальники та банківські установи;

- формування ефективних умов залучення кредитів (до основних з яких належать: термін надання, процентна ставка, умови погашення і виплати процентної ставки, інші умови);

- забезпечення ефективного використання кредиту (основними критеріями виступають показники оборотності і рентабельності позикового капіталу);

- забезпечення своєчасних розрахунків за отриманим позиковим капіталом (достатність коштів для обов'язкових платежів з обслуговування позик постійно контролюється в процесі моніторингу поточної фінансової діяльності).

У складі позикового капіталу пріоритетність мають банківські короткострокові кредити. Пріоритетність короткострокових кредитів у загальному обсязі залучених банківських кредитів у реальному секторі економіки зумовлена різними причинами. Серед причин варто виділити: особливості ведення господарської діяльності суб'єктами господарювання щодо тривалості операційного та фінансового циклу, потреби у додаткових фінансових ресурсах для розширеного відтворення.

Однак така ситуація щодо пріоритетності короткострокового банківського кредитування фінансових потреб суб'єктів господарювання різних форм власності та різних організаційно-правових форм, є сигнальним відображенням негативних тенденцій в економіці України щодо фінансової підтримки банківськими установами розвитку матеріально-технічного забезпечення розширеного відтворення окремих підприємницьких структур. Однак довгострокове кредитування, за умови його здешевлення, — це запорука впевненості суб'єктів господарювання у стабільному фінансуванні різних інвестиційних проєктів, поліпшення і модернізації своїх основних засобів.

Аналіз складу довгострокових позикових коштів суб'єктів господарювання свідчить про те, що на багатьох підприємствах вони представлені лише відстроченими податковими зобов'язаннями, які являють собою суми податків на прибуток, що підлягають сплаті в майбутніх періодах унаслідок тимчасової різниці між обліковою та податковою базами оцінки.

Отже, виникнення тимчасових різниць не пов'язане з мобілізацією грошових коштів, які б можна було використати на інвестиційні цілі, а тому відстрочені податкові зобов'язання не доцільно розглядати як реальне довгострокове джерело фінансування активів.

Динаміка, склад і структура поточних зобов'язань свідчить, що основним короткостроковим джерелом їх фінансування виступала кредиторська заборгованість, у тому числі підкріплена виданими векселями (табл. 7.2).

Таблиця 7.2

КРЕДИТОРСЬКА ЗАБОРГОВАНІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ В УКРАЇНІ

	Обсяг, млн грн					Частка у поточних зобов'язаннях, %				
	01.01.10	01.01.11	01.01.12	01.01.13	01.01.14	1.01.10	1.01.11	1.01.12	1.01.13	1.01.14
Усього, в тому числі	832460,7	1181141	1427789,1	1080125	1179011	83,9	81,5	83,7	83,2	85,4
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	20019	32669	40234,8	1111,7	1133,6	75,6	72,8	79,9	85,8	83,0
Промисловість	224356,3	318140,6	402855,4	439920,9	498645,1	81,1	79,2	83,2	81,8	86,9
Будівництво	45623,1	66987,9	66613,8	37997,6	45140,9	87,7	85,1	88,7	90,2	90,7
Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів і предметів особистого вжитку	331971,9	493451,8	545038,7	373733,2	401770,2	84,3	84,4	85,5	83,1	85,1
Діяльність готелів і ресторанів	3431,5	4290,1	5385,0	3379,4	3946,2	80	77,4	83,8	78,7	80,2
Діяльність транспорту і зв'язку	40418,8	54707,1	56008,2	55138,2	63440	84,3	82,5	80,5	78,5	77,3
Фінансова діяльність	34333,3	45371,7	63964,1	37532	32409,7	88,3	82,6	86,9	91,2	87,0
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	126880,6	156703,9	235507,2	121020,4	120216	87,2	77,4	79,8	86,1	82,6
Освіта	267,1	353,8	392,2	296,9	332,9	95,8	93,1	94,3	92,3	93,9
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1071,9	1351,4	1770,1	1568	1724,3	87,2	83,2	89,6	94,4	92,5
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	3328	6086,1	9217,8	8055,2	9873,7	76,1	89,5	88,7	93,4	91,9

Кредиторська заборгованість належить до специфічних джерел формування капіталу суб'єктів господарювання, що має цільове призначення і виникає не в результаті припливу капіталу в господарський оборот, а в результаті того, що частина коштів тимчасово затримується в ньому.

Кредиторська заборгованість істотно впливає на забезпеченість оборотними коштами підприємств: уповільнення розрахунків по її погашенню часто надає компаніям додаткову можливість короткострокового фінансування. У найбільшій мірі компанії можуть варіювати на свою користь обсяги, терміни і форми платежів постачальникам (розрахунки за товарною кредиторською заборгованістю), у найменшій — бюджету (обумовлено наявністю жорстких санкцій).

Нетоварна (внутрішня) кредиторська заборгованість є одночасно постійним джерелом фінансування і тимчасовим, оскільки фінансові ресурси залучаються на обмежений, як правило, короткий строк. При цьому її розмір здебільшого залежить від періодичності виплат нарахованих коштів, що регулюється державними нормативно-правовими актами, умовами контрактів з господарськими партнерами й лише незначна їх частина — внутрішніми нормативами самої компанії. Саме це визначає низький рівень регулювання даного джерела позикових коштів у процесі управління капіталом підприємства.

Для оцінки ефективності використання залучених коштів розраховується система аналітичних показників, найважливіші з яких:

- коефіцієнт концентрації залученого капіталу;
- коефіцієнт заборгованості (або коефіцієнт співвідношення залучених і власних коштів);
- коефіцієнт співвідношення між довгостроковим і короткостроковим залученим капіталом;
- коефіцієнт залучених коштів;
- коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів;
- середній період надання кредиту;
- узагальнюючий коефіцієнт фінансової стійкості підприємства.

Коефіцієнт фінансової напруженості (концентрації залученого капіталу) показує частку залучених коштів у загальній сумі коштів, авансованих у діяльність підприємства.

Нормативне значення показника не повинно перевищувати 0,5 або 50 %. Визначається цей коефіцієнт за формулою

$$\text{Коефіцієнт концентрації} = \frac{\text{Сума залученого капіталу}}{\text{Валюта балансу}} \quad (7.6)$$

Коефіцієнт заборгованості (або коефіцієнт співвідношення залучених і власних коштів) показує, скільки залучених коштів припадає на одиницю власних коштів, вкладених в активи підприємства. Зростання цього показника в динаміці свідчить про посилення залежності підприємства від зовнішніх інвесторів і кредиторів, тобто про деяке зниження фінансової стійкості, і навпаки.

$$\text{Коефіцієнт заборгованості (або коефіцієнт співвідношення залучених і власних коштів)} = \frac{\text{Залучений капітал}}{\text{Власний капітал}}. \quad (7.7)$$

Коефіцієнт співвідношення між довгостроковим і короткостроковим залученим капіталом. Цей показник для кожного підприємства є індивідуальним. Визначається за формулою

$$\text{Коефіцієнт співвідношення між довгостроковим і короткостроковим залученим капіталом} = \frac{\text{Довгостроковий залучений капітал за бухгалтерським балансом}}{\text{Короткостроковий залучений капітал за бухгалтерським балансом}}. \quad (7.8)$$

Коефіцієнт залучення коштів. Цей коефіцієнт відображає сутність фінансової незалежності підприємства від залучених коштів. Чим нижчий рівень цього коефіцієнта, тим вища кредитоспроможність підприємства.

$$\text{Коефіцієнт залучених коштів} = \frac{\text{Короткострокові залучені кошти (погашення до 12 місяців)}}{\text{Сума оборотних активів за балансом}}. \quad (7.9)$$

Коефіцієнт залучення коштів у частині покриття запасів. Заведено, що частка власних оборотних коштів у покриття запасів має бути не меншою 50 %. Інші 50 % відшкодовуються короткостроковими кредитами і кредиторською заборгованістю за товарними операціями. Власні оборотні кошти визначаються як різниця між оборотними активами і короткостроковими зобов'язаннями за пасивом звітного балансу.

На ліквідність підприємства значний вплив справляє строк, на який надається кредит.

Середній період надання кредиту визначається за такою формулою:

$$\text{Період надання кредиту (дні)} = \frac{\text{Середній залишок кредиторської заборгованості} \times \text{Дні}}{\text{Виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)}}. \quad (7.10)$$

Для того щоб зробити висновок про кредитоспроможність підприємства, даний показник доцільно визначити за кілька періодів (кварталів, років).

Для визначення частини активів балансу, яка покривається більш стійкими джерелами, застосовується **узагальнюючий коефіцієнт фінансової стійкості**. Рекомендоване нормативне значення цього коефіцієнта 0,7–0,8 (70–80 %).

$$\text{Узагальнюючий коефіцієнт фінансової стійкості} = \frac{\text{Власний капітал підприємства} + \text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Сума активів за балансом}}. \quad (7.11)$$

7.3.2. Ефект фінансового важеля та його використання в управлінні позиковим капіталом підприємства

Підприємства, які використовують позиковий капітал, мають вищий фінансовий потенціал розвитку і ширші можливості приросту фінансової рентабельності діяльності. Водночас використання позикового капіталу в значній мірі генерує фінансовий ризик, який буде зростати за умов підвищення рівня позикового капіталу у загальній сумі використовованого підприємством капіталу.

Визначаючи поточні і стратегічні цілі, аналізуючи фактори (внутрішні і зовнішні), які мають визначальний вплив на кінцевий результат діяльності і ризики, підприємства установлюють певну структуру капіталу, але цільові орієнтири (виходячи зі зміни умов) можуть коригуватися в часі.

Виходячи з цього, вибір відповідної структури капіталу має сприяти:

- забезпеченню підприємства необхідним обсягом капіталу для досягнення поставлених цілей;
- зниженню рівня витрат, зумовлених різними джерелами фінансування;
- забезпеченню фінансової стійкості підприємства;
- зростанню фінансової рентабельності підприємства.

Оцінка структури капіталу тісно пов'язана з поняттям оптимізації структури капіталу. Такі зарубіжні фахівці, як Дж. С. Ван Хорн, Дж. М. Вахович під оптимальною структурою капіталу розуміють структуру капіталу, що мінімізує вартість капіталу фірми і, отже, максимізує вартість самої компанії.

Разом з тим більшість фахівців конкретизують поняття оптимальної структури капіталу: це таке співвідношення використання власних і позикових коштів, за якого забезпечується найефективніша пропорційність між коефіцієнтом рентабельності і коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Метод оптимізації структури капіталу за критерієм максимізації рівня прогнозованої фінансової рентабельності передбачає використання механізму фінансового левериджу. За визначенням Джеймса С. Ван Хорна, **фінансовий леверидж** — це використання залучених коштів з фіксованим процентом для зростання прибутку власників простих акцій. Усі підприємства мають враховувати фінансовий леверидж у розрахунку граничної межі збільшення обсягу позикового фінансування за його відношенням до власного капіталу, враховуючи зростання ризиків, що призведе до підвищення процентних ставок.

Показник, який дозволяє визначити вплив залучення позикового капіталу на рентабельність власного капіталу, називають *ефект фінансового левериджу*. Отже, ефект фінансового левериджу показує приріст (зниження) рентабельності власного капіталу завдяки використанню позикового капіталу.

Приклад 7.1. Якщо підприємство фінансує придбання активів у сумі 100 тис. грн за рахунок власного капіталу з очікуваним обсягом прибутку — 15 тис. грн на рік, тоді рентабельність власного капіталу становитиме 15 %. За умов, що 60 % необхідного капіталу — це власні кошти підприємства, а решта — позиковий капітал з фіксованою ставкою процента 12 %. Тоді процентні платежі становитимуть 4,8 тис. грн, і як наслідок — прибуток до оподаткування зменшиться і буде 10,2 тис. грн, а рентабельність власного капіталу зросте до 17 %.

Виходячи з цього і враховуючи різну структуру капіталу, підприємства за однакового рівня рентабельності активів можуть змінювати рентабельність власного капіталу. Різниця $(17 - 15) = 2\%$ і буде ефектом фінансового левериджу.

Використання позикового капіталу у фінансовій практиці підприємства доречно за умов, якщо його вартість є нижчою за очікувану рентабельність активів. Натомість, підвищення питомої ваги позикового капіталу, підвищує фінансові ризики власників підприємства, що спричиняє підвищення очікуваного рівня рентабельності власного капіталу, так і ризиків кредиторів, і підвищення ними процентних ставок.

Інвестиційна привабливість і конкурентоспроможність підприємств забезпечує перевищення рентабельності власного капіталу над вартістю капіталу.

Фінансовий важіль (леверидж) може вимірюватися як відношення позикового капіталу до власного, або як відношення позикового капіталу до загальної суми капіталу.

- 1) позиковий капітал / власний капітал, або
- 2) позиковий капітал / [власний капітал + позиковий капітал].

У разі прийняття управлінських рішень про структуру капіталу визначають вигоди і ризики, пов'язані з фінансовим важелем (левериджем). У фінансовій практиці виокремлюють американський підхід до визначення впливу фінансового важеля на чистий прибуток та європейський підхід, за яким основна увага зосереджена на підвищенні рентабельності власного капіталу до рентабельності активів за умови залучення позикового капіталу (попередній приклад).

У визначенні фінансового важеля (левериджу) враховують:

- рентабельність активів ROA: Чистий прибуток/вкладені кошти $\times 100\%$;
- економічну рентабельність, тобто за операційним прибутком: ЕВІТ/вкладені кошти $\times 100\%$;
- рентабельність власного капіталу:
Чистий прибуток/власний капітал $\times 100\%$;
- фактор оподаткування.

Для підприємств фінансовий леверидж (важіль) дає можливість впливати на дохідність власного капіталу і на суму чистого прибутку через залучений капітал. Якщо у господарській діяльності не використовується позиковий капітал (фінансовий важіль дорівнює 0), тоді зростання операційного прибутку буде впливати на відповідне зростання чистого прибутку.

Розглянемо особливості впливу на дохідність власного капіталу оподаткування та ставки оподаткування (табл. 7.3).

Ефект фінансового левериджу (важеля) визначається

$$\text{ЕФЛ} = \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{ЕВІТ} - I}, \quad (7.12)$$

де ЕВІТ — операційний прибуток; I — річна сума плати за залучений капітал.

Ефект фінансового левериджу допомагає визначити зміну операційного прибутку і його вплив на чистий прибуток. Наприклад, якщо ефект фінансового левериджу дорівнює 1,2, то зростання операційного прибутку на 6% приведе до зростання чистого прибутку на 7,2% ($1,2 \times 6\% = 7,2\%$).

Таблиця 7.3

**ВПЛИВ ФІНАНСОВОГО ЛЕВЕРИДЖУ (ВАЖЕЛЯ)
НА ЗМІНУ ЧИСТОГО ПРИБУТКУ ПІДПРИЄМСТВА ХХ В ОПОДАТКУВАННІ ПРИБУТКУ**

Показник	Фінансовий важіль дорівнює		
	0 %	25 %	70 %
Власний капітал, тис. грн	2000	1600	800
Залучений капітал, тис. грн	0	400	1200
Вартість залученого капіталу, %		20	25
Річна сума плати за залучений капітал, I (п. 3 × п. 2)	0	$0,2 \times 400 = 80$	$0,25 \times 1200 = 300$
Операційний прибуток, (ЕВІТ), тис. грн	600	600	600
Чистий прибуток (при відсутності податків), тис. грн (п. 5 – п. 4) (1 – tax)	600	520	300
Дохідність власного капіталу (п. 6 / п. 1) × 100 %	$600 : 2000 = 30$	$520 / 1600 = 32,5$	$300 / 800 = 37,5$
Збільшення операційного прибутку (ЕВІТ) на 10 % приведе до зміни чистого прибутку на, %	10	$(520 - 460) / 520 = 0,115 = 11,5$	$(300 - 240) / 300 = 0,2 = 20$
Ефект фінансового левериджу (важеля) (процентна зміна чистого прибутку в зміні операційного прибутку на 1 %)	1	1,15	2,0

Розглянемо вплив фінансового левериджу (важеля) на зміну чистого прибутку підприємства в оподаткуванні прибутку (ставка податку на прибуток 18 %) (табл. 7.4).

Наведений приклад дозволяє зробити такі висновки.

1. Економічна рентабельність співпадає з рентабельністю власного капіталу при відсутності фінансового левериджу і податку на прибуток.

2. Оподаткування прибутку впливає на рентабельність власного капіталу (зниження рентабельності власного капіталу порівняно з економічною рентабельністю):

Рентабельність власного капіталу = $(1 - \text{tax}) \times$ Економічна рентабельність;

$$\text{Рентабельність власного капіталу} = (1 - \text{tax}) \times \frac{\text{операційний прибуток}}{\text{вкладені кошти}}. \quad (7.13)$$

3. Зниження рентабельності можна компенсувати збільшенням фінансового важеля, що може сприяти зростанню рентабельності власного капіталу.

Отже, оподаткування знижує результативність впливу фінансового левериджу (важеля) на дохідність власного капіталу, але підприємство має можливість впливати на дохідність через пошук альтернативних джерел позикового фінансування з нижчою процентною ставкою і збільшенням питомої ваги позикового капіталу.

Таблиця 7.4

**ВПЛИВ ОПОДАТКУВАННЯ НА ДОХІДНІСТЬ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ХХ
В ОПОДАТКУВАННІ ПРИБУТКУ ЗА СТАВКОЮ 18 %**

Показники	Під час використання фінансового леввериджу (важеля) у розмірі		
	0 %	25 %	60 %
1. Економічна рентабельність	Операційний прибуток / Вкладені кошти		
	$600 / 2000 = 0,3 = 30\%$	$600 / (1600 + 400) = 0,3 = 30\%$	$600 / (800 + 1200) = 0,3 = 30\%$
2. Рентабельність власного капіталу за відсутності податку на прибуток	Чистий прибуток = Операційний прибуток	Чистий прибуток < Операційний прибуток	Чистий прибуток < Операційний прибуток
	$600 / 2000 = 0,03 = 30\%$	$520 / 1600 = 0,325 = 32,5\%$	$300 / 800 = 0,375 = 37,2\%$
3. Рентабельність власного капіталу в оподаткуванні прибутку (ставка 18 %)	Чистий прибуток	Чистий прибуток	Чистий прибуток
	$600 \times (1 - 0,18) = 600 \times 0,82 = 492$; $492 / 2000 = 0,246 = 24,6\%$, або $30\% \times (1 - 0,18) = 24,6\%$	$30\% \times (1 - 0,18) + (400 / 1600) \times (1 - 0,18) \times (30\% - 20\%) = 26,7\%$	$30\% \times (1 - 0,18) + (1200 / 800) \times (1 - 0,18) \times (30\% - 25\%) = 30,9\%$

За європейським підходом формула ефекту фінансового леввериджу (важеля) з урахуванням ставки оподаткування прибутку (tax):

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{tax}) \times (\text{Економічна рентабельність} - \text{Вартість залученого капіталу}) \times \frac{\text{Залучені кошти}}{\text{Власні кошти}} \quad (7.14)$$

Різницю між економічною рентабельністю (%) і вартістю залученого капіталу (%) називають диференціалом. Співвідношення залучених до власних коштів — плече фінансового леввериджу (важеля). Вказані складові взаємопов'язані. У разі зростання частки залучених коштів (зростання плеча фінансового важеля) зростає дохідність по залученому капіталу, і як результат — різниця між економічною рентабельністю і процентом по залученому капіталу зменшується. Доки різниця має позитивне значення, тобто економічна рентабельність вища, ніж вартість залученого капіталу, залучення коштів для фінансування має сенс.

Використання в фінансовій практиці підприємств фінансового леввериджу є одним з етапів у процесі управління прибутком. На початковому етапі операційний левверидж використовується в рамках зміни обсягу продаж і зміни операційного прибутку. На наступному етапі має використовуватись фінансовий левверидж для підвищення рентабельності власного капіталу і підвищення дохідності акцій.

Отже, фінансовий левверидж безпосередньо впливає на такий показник, як прибуток на одну акцію EPS, що обов'язково враховується в оцінці альтернативних джерел фінансування, фінансового ризику і складанні планових розрахунків.

7.4. УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ТА СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

7.4.1. Визначення вартості капіталу підприємства

Оцінювання вартості капіталу належить до числа фундаментальних питань фінансового менеджменту.

Вартість капіталу — це ціна, яку сплачує підприємство за залучення капіталу з різних джерел.

Концепція такої оцінки виходить з того, що капітал, як один із факторів виробництва має певну вартість, яка суттєво впливає на рівень поточних та інвестиційних витрат корпоративної групи. Дана концепція є однією з визначальних у системі фінансового менеджменту.

Зарубіжні економісти неоднозначно трактують вартість капіталу. Так, Ф. Лі Ченг і Д. І. Фіннерті вважають, що оцінка витрат залучення капіталу, або вартості капіталу, є важливим етапом процесу прийняття інвестиційних рішень. Але оцінка витрат залучення капіталу є важливою і у прийнятті інших рішень, наприклад, про випуск облігацій, придбання обладнання або його оренди, вибір інвестиційної стратегії.

Нарешті головною метою фінансового менеджменту є максимізація вартості компанії, а одним із методів досягнення цієї мети — скорочення витрат, у тому числі й витрат на залучення капіталу.

У фінансовому аспекті вартість капіталу є одночасно оцінкою альтернативних витрат (opportunity cost). Прибутковість, якої вимагає інвестор, показує альтернативні інвестування в даний проект, а не в інший, аналогічний за рівнем ризику.

Джерелами інвестиційних ресурсів можуть бути нерозподілений прибуток, кредити банків, емісія акцій. Кожне джерело супроводжує певний ризик і, отже, різні значення необхідної норми рентабельності для компенсації інвестиційного ризику.

Крім того, компенсація передбачає, що очікувана прибутковість інвестицій буде вищою, ніж витрати на залучення інвестиційних ресурсів. Основним аспектом інвестування є вибір реальних або фінансових активів, доходи від яких забезпечать компенсацію ризику і збільшать вартість акціонерного капіталу компанії.

С. Росс вважає, що вартість капіталу залежить від методу використання позик, а не від їх джерел.

Слід враховувати, що вартість інвестованого капіталу залежить, крім того, і від рівня ризику, пов'язаного з його розміщенням. Під час використання корпорацією власних коштів і позик загальна вартість капіталу буде дорівнювати сумарному прибутку, необхідному для виплати компенсацій власникам акцій і кредиторам.

Іншими словами, вартість капіталу буде відображати ціну акціонерного капіталу та ціну боргових зобов'язань підприємства. Джеймс С. Ван Хорн зазначає,

що вартість капіталу — точний, або передбачуваний, прибуток, необхідний для різних типів фінансування. Загальна вартість капіталу є середньозваженою індивідуальних вартостей. Далі Джеймс С. Ван Хорн вводить деякі обмеження, необхідність яких пояснюється такими обставинами.

Загальна вартість капіталу як критерій прийняття інвестиційних рішень може бути застосована тільки у випадках, коли:

- активи компанії однакові з позицій ризику;
- інвестиційні пропозиції, які оцінюють і розглядають, мають рівний ступінь ризику.

Якщо інвестиційні пропозиції мають різну ступінь ризику, то необхідна норма прибутку для компанії в цілому не може слугувати критерієм для прийняття рішення.

Розглянемо найважливіші аспекти використання показника вартості капіталу в діяльності підприємства.

Вартість капіталу використовують як вимірник доходності поточної діяльності. Оскільки вартість капіталу відображає частину прибутку (нерозподіленого прибутку), яка повинна бути сплачена за залучення нового капіталу, то даний показник є мінімальною нормою її формування від усіх видів діяльності (поточної, інвестиційної та фінансової) підприємства.

Показник вартості капіталу застосовують як критерій у процесі здійснення реального інвестування. Рівень вартості капіталу використовують як ставку дисконтування, за якою суму майбутнього грошового потоку приводять до теперішньої вартості. Крім того, рівень вартості капіталу використовують як бази для порівняння з внутрішньою нормою прибутковості (ВНП) інвестиційного проекту. Якщо ВНП нижча, ніж показник вартості капіталу, то такий інвестиційний проект не беруть до реалізації.

Вартість капіталу підприємства є головним критерієм для аналізу ефективності фінансових інвестицій. В оцінці прибутковості окремих фінансових інструментів (акцій і корпоративних облігацій) базою порівняння є вартість капіталу. Індикатор вартості капіталу дозволяє оцінити не тільки реальну ринкову вартість і прибутковість окремих видів емісійних цінних паперів, а й визначити найперспективніші напрямки інвестування в цінні папери.

Вартістю капіталу вимірюють рівень ринкової ціни компанії. Зниження ціни капіталу має вести до зростання ринкової вартості підприємства, і навпаки. Ця залежність виявляється в діяльності акціонерного товариства (АТ), ціна акцій якого періодично підвищується або знижується на фондовому ринку, що впливає на вартість капіталу товариства.

Вартість капіталу підприємства слугує критерієм ефективності лізингових операцій, тобто вибором між одноразовою оплатою придбаного устаткування або взяття його в довгострокову оренду з правом подальшого викупу (фінансовий лізинг). Якщо вартість обслуговування лізингу перевищує ціну капіталу підприємства, то застосування фінансового лізингу стає невигідним. У такому випадку краще провести одноразову оплату придбаного устаткування.

Вартість капіталу в розрізі окремих його елементів (власного і позикового) використовують в процесі управління його структурою за допомогою коефіціє-

нтів заборгованості та фінансування. Якщо коефіцієнт заборгованості більше ніж 1,0 і коефіцієнт фінансування менше ніж 1,0 (100 %), то підприємство втрачає фінансову незалежність і несе значні витрати з обслуговування боргу перед кредиторами у формі процентних платежів.

Крім зазначеного, у процесі управління капіталом необхідно враховувати, що він є неоднорідним за властивостями і функціями, що зумовлює наявність специфіки оцінювання для окремих його складових — власного і позикового капіталів (табл. 7.5).

Таблиця 7.5

ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ РІЗНИХ СКЛАДОВИХ КАПІТАЛУ

Критерій	Власний капітал	Позиковий капітал
Можливість чіткого визначення вартості	Оцінювання вартості певною мірою має умовний характер, адже витрати підприємства на обслуговування капіталу можуть бути скориговані в процесі використання капіталу	Вартість капіталу чітко визначається умовами контракту і є незмінною в процесі використання капіталу
Необхідність врахування податкового чинника	Використання податкового щита не передбачено, адже виплати власникам капіталу (акцій) у формі дивідендів здійснюються за рахунок чистого прибутку підприємства, що збільшує вартість власного капіталу порівняно з позиковим	У зв'язку з тим що виплати за обслуговування боргу в податковому обліку належать до складу витрат і цим самим зменшують податок на прибуток, врахування податкового коригувальника в процесі оцінювання капіталу є обов'язковим
Вимога акумулювання коштів для повернення залучених коштів	Повернення суми залученого капіталу не передбачається, а відтак підприємство сплачує тільки проценти і дивіденди власникам акцій	Окрім сплати процентів за обслуговування позикового капіталу, передбачено погашення суми основного боргу
Рівень ризику для підприємства	Через відсутність вимоги щодо повернення коштів і жорстко встановленої вартості обслуговування є нижчим, ніж для позикового капіталу	Наявність кредитного і процентного ризиків
Рівень ризику для інвесторів	Претензії власників основної частини цього капіталу підлягають задоволенню у разі банкрутства акціонерного товариства в останню чергу, що збільшує вартість капіталу на розмір премії за ризик	Є нижчим, ніж для власного капіталу

Отже, для підприємства менш ризикованим є залучення власного капіталу, яке, у більшості випадків, передбачає можливість коригування вартості капіталу, що використовується, за результатами діяльності підприємства.

При цьому позикові джерела фінансування підприємства є дешевшими порівняно з власними, що зумовлено двома чинниками: по-перше, нижчим рівнем

ризиків для інвесторів, а по-друге, можливістю використання «податкового щита». Врахування впливу податкового чинника на вартість позикового капіталу на практиці виявляється в необхідності множення вартості кожного елементу позикових джерел фінансування на податковий коригувальник $(1 - t)$, де t — ставка податку на прибуток, що діє в країні.

Крім диференціації капіталу за належністю підприємству, на його вартість впливає джерело формування. Основним різновидом капіталу, залученого із внутрішніх джерел, є нерозподілений прибуток. Визначення вартості цього елементу капіталу проводять за принципом альтернативної вартості. При цьому виходять із того, що власники простих акцій роблять свідомий вибір: або отримати прибуток по акціях у вигляді грошових дивідендів, або відмовитись від них і спрямувати прибуток на реінвестування. У другому випадку вартістю втрачених можливостей є вартість капіталу, залученого за допомогою простих акцій, які і виступають вартістю нерозподіленого прибутку.

Використання зовнішніх джерел фінансування підприємства, як правило, пов'язано з додатковими витратами на їх залучення та обслуговування. Найтипівшим прикладом є значне збільшення вартості капіталу, отриманого внаслідок додаткової емісії цінних паперів. Рівень емісійних витрат PV_e у такому разі характеризується співвідношенням суми витрат на емісію даного виду цінних паперів до загального обсягу коштів, залучених внаслідок емісії цього виду цінних паперів.

Зважаючи на існування відмінностей у механізмі визначення вартості різних елементів капіталу, його комплексне оцінювання слід розпочати зі здійснення ідентифікації основних компонентів, які є джерелами формування капіталу підприємства.

Наступним етапом є розрахунок вартості кожного джерела формування капіталу. При цьому окремо приділяють увагу визначенню вартості капіталу, що вже функціонує та вартості капіталу, що додатково залучається.

Оцінювання вартості капіталу, що функціонує, проводиться за звітними даними підприємства і визначається способом ділення суми виплат власникам певного джерела капіталу на загальний обсяг залученого підприємством капіталу з даного джерела. Порядок обчислення вартості основних елементів капіталу, що додатково залучається, наведено на рис. 7.3.

Як видно з рис. 7.3, кожен елемент капіталу має свою вартість. Але якщо вартість більшості елементів позикового капіталу заздалегідь чітко визначена, то вартість зобов'язань, за якими не нараховуються проценти (наприклад, кредиторської заборгованості), а також власного капіталу, особливо сформованого за рахунок емісії простих акцій і нерозподіленого прибутку, пов'язане з низкою проблем. Вартість основних елементів власного капіталу вимагає оцінювання майбутніх дивідендів й очікувань власників капіталу за динамікою ринкової вартості акцій. Що стосується кредиторської заборгованості, то визначення її вартості як елементу капіталу дотепер залишається дискусійним і пов'язане з розрахунком тих вигід або втрат, які зазнає компанія у разі розбіжності величини та обігу кредиторської і дебіторської заборгованості.

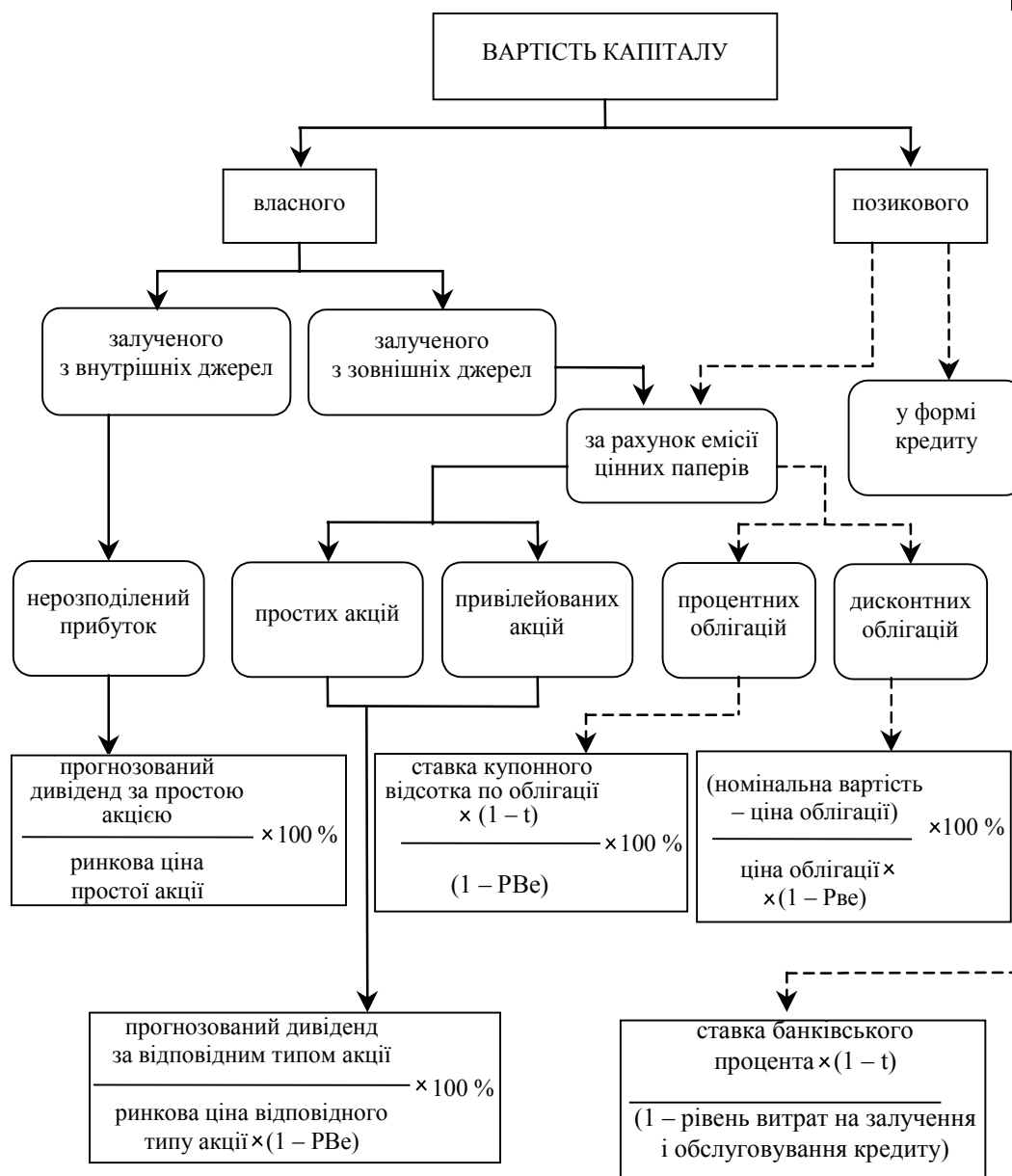


Рис. 7.3. Порядок визначення вартості основних елементів додатково залученого капіталу

Під час обчислення вартості капіталу необхідно визначати часовий інтервал його використання. У першу чергу це стосується власного капіталу, який вважається безстроковим джерелом фінансування.

Вартість капіталу як інвестиційного товару залежить від майбутніх доходів компанії. Таким чином, порядок визначення вартості капіталу передбачає складення прогнозу майбутніх доходів з урахуванням ризику вкладень і подальшим приведенням прогнозованого потоку до поточної вартості з використанням методів — порівняльного, капіталізації та дисконтування.

Порівняльні методи базуються на ідеї, згідно з якою в ринковій економіці за інших рівних умов основні економічні показники діяльності компаній прагнуть до значень, що характеризують конкурентоспроможний фінансовий потенціал, рівень рентабельності, показники фінансової незалежності і стабільності. Тому під час проведення аналізу компаній, що діють на різних ринках, аналітик може оцінити середню порівняльну вартість цінних паперів цих компаній-аналогів і порівняти її з ринковою вартістю аналізованої компанії для визначення вартості капіталу, що залучається за рахунок цінних паперів.

До цієї групи методів належить метод порівняння з іноземними компаніями (International Comparison), метод порівняння з конкурентами (Comparison with Competitors) і метод порівняння з акціями інших компаній (Comparison with other stocks). Однак останній метод застосовують не так часто через ускладнений вибір компаній-аналогів, що знижує точність результатів оцінювання. Ці методи можна застосовувати і для аналізу недооціненості конкретних паперів. Зокрема, третій метод «порівняння з акціями інших компаній» дозволяє визначити недооціненість цінних паперів порівняно з ринком загалом, другий — «порівняння з конкурентами» — недооціненість серед компаній галузі, а перший — «порівняння з аналогічними закордонними компаніями» — недооціненість серед подібних компаній за кордоном.

В основі методів капіталізації (Market Capitalization) лежить гіпотеза, за якої вартість компанії прямо пропорційна величині репрезентативного доходу (дохід від реалізації, чистого прибутку, прибутку до сплати податків тощо). Цей метод використовують для оцінювання вартості компаній різних галузей промисловості, оскільки показник репрезентативного доходу універсальний і може бути обчислений для будь-якої компанії. Галузеву спеціалізацію відображає коефіцієнт пропорційності (значення мультиплікатора), що пов'язує вартість компанії та її річний (або місячний) репрезентативний дохід.

Методи дисконтування враховують зміну вартості майбутніх грошових потоків. Модель дисконтування дивідендів (Dividend Discount Model — DDM) враховує очікуваний рівень надходження дивідендів і реальну ставку альтернативної доходності акцій з аналогічним рівнем ризику. Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Free Future Cash-Flows — DCF) враховує грошові потоки за трьома видами діяльності: виробничої (основної), фінансової та інвестиційної. Кожен із цих методів має переваги й недоліки.

Так, метод DDM ґрунтується на твердженні: справедлива вартість цінного папера повинна дорівнювати дисконтованій вартості грошових надходжень, очікуваних від цього цінного папера. Основні вихідні дані для DDM збігаються зі стандартними даними багатьох великих інвестиційних компаній. Незважаючи на простоту моделі, існують проблеми її застосування. Технічне оцінювання акцій за допомогою DDM вимагає знання майбутніх дивідендів на необмеже-

ному тимчасовому інтервалі. Довгострокова природа використовуваних оцінок, висока кваліфікація, необхідна для виконання навіть короткострокових прогнозів, політична та економічна нестабільність в умовах України — всі ці чинники ускладнюють застосування DDM. При цьому необхідно, щоб подані результати оцінювання за допомогою DDM були придатними для прийняття інвестиційного рішення.

Метод дисконтованих грошових потоків DCF відображає сукупність грошових потоків від усіх видів діяльності компанії, що є одним із найбільш значущих чинників для потенційних інвесторів і менеджменту компанії. Хоча його точність залежить від якості прогнозу грошових потоків.

При використанні будь-якого методу необхідно з'ясувати взаємний вплив двох основних чинників, що визначають вартість джерела капіталу: ризик і прибутковість. Найпоширенішими теоріями оцінювання даного взаємозв'язку є такі моделі:

- модель ціноутворення фінансових активів (Capital Assets Pricing Model, CAPM), розроблена В. Ф. Шарпом;
- теорія арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing Theory, АРТ), розроблена С. Россом;
- модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, модель ЕВО).

Відповідно до моделі оцінки вартості довгострокових (капітальних) активів (CAPM) вартість власного капіталу залежить від трьох компонентів:

- 1) безризикової ставки на ринку капіталів i ;
- 2) середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій R_m ;
- 3) β -коефіцієнта.

Під безризиковою ставкою дохідності мають на увазі мінімальний можливий рівень дохідності вкладень в активи, за якими фактичний дохід дорівнює очікуваному.

Вибір значень безризикової ставки дохідності залежить від цілей розрахунку CAPM, термінів обертання фінансового інструменту (термін погашення безризикових інструментів має відповідати періоду дисконтування грошових потоків), валюти та інших умов залучення капіталу. Як орієнтир для встановлення умовної безризикової ставки можна використовувати ставку рефінансування НБУ, дохідність за довгостроковими державними єврооблігаціями, ставку за депозитами у банках з державною власністю. На сьогодні існує низка коригувальних коефіцієнтів та алгоритмів переведення умовної безризикової ставки в реальну.

В обчисленні середньоринкової премії за ризик ($MRP = R_m - i$) можна використовувати одні з таких показників:

- історична премія за ризик (прийнятна для використання за умов розвинутого фондового ринку протягом тривалого часу);
- модифікована історична премія за ризик (MRP визначають як суму премії за ризик на стабільних фондових ринках і додаткової премії за ризик вкладень у країну CRP).

При цьому CRP , як правило, визначають за допомогою одного з таких методичних підходів:

1) на підставі аналізу волатильності фондового ринку способом множення історичної ринкової премії за ризик інвестування у США на співвідношення між волатильністю локального фондового ринку і волатильністю фондового ринку в США;

2) на підставі розрахунку спреду ризику дефолту (*CRP* залежить від кредитного рейтингу країни, а також від спредів дефолтів. Останній показник визначається як різниця між ставками дохідності державних запозичень на локальному і розвинених ринках);

3) модифікований метод кредитного рейтингу (Default Spreads + Relative Standard Deviations), який враховує спред ризику дефолту та волатильність фондового ринку стосовно до волатильності державних зобов'язань. Дослідження А. Дамодарана свідчать, що в середньому у країнах, що розвиваються, волатильність ринку акцій приблизно в 1,5 разу є вищою за волатильність державних зобов'язань. Саме тому для отримання значення премії за ризик країни, до спреду ризику дефолту України рекомендується застосовувати коефіцієнт 1,5.

Відповідно до моделі оцінки дохідності капітальних активів ризик інвестування у фінансові інструменти поділяють на систематичний і несистематичний. Перший зумовлений макроекономічною ситуацією, а тому поширює свій вплив на всі без винятку активи, а другий — специфічний. Як кількісний показник міри систематичного ризику використовують β -коефіцієнт, який характеризує міру чутливості конкретного активу до змін середньоринкової дохідності.

Розрахунок β -коефіцієнта є одним із найпроблемніших питань у разі використання моделі САРМ, особливо для акціонерних товариств, акції яких не мають обігу на фондовому ринку. Існують різні методи визначення β . Один з можливих варіантів розрахунку — із використанням статистичних даних за період не менше як п'яти років:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(ROE; R_m)}{\delta_m^2} = \frac{\delta_{ROE} \cdot K(ROE; R_m)}{\delta_m} \quad (7.15)$$

де β — бета-коефіцієнт для окремого акціонерного товариства; $\text{Cov}(ROE; R_m)$ — коваріація рентабельності власного капіталу конкретного акціонерного товариства з середньою дохідністю ринкового портфеля інвестицій; δ_m^2 — дисперсія середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій; δ_{ROE} — середньоквадратичне відхилення рентабельності власного капіталу акціонерного товариства; $K(ROE; R_m)$ — коефіцієнт кореляції показників рентабельності власного капіталу акціонерного товариства та середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій; δ_m — середньоквадратичне відхилення середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій.

Результати розрахунку β -коефіцієнтів характеризують ризики інвестування коштів у власний капітал конкретної компанії.

Значення β -коефіцієнтів можуть мати від'ємні значення, що зумовлено від'ємними показниками кореляції їхньої рентабельності з середньоринковою

дохідністю і є свідченням протилежного напрямку зміни цих показників. Інвестування в такі активи є вигідним за умови очікування падіння ринку.

Чим більше значення $|\beta|$ відхиляється від 0, тим чутливішою дохідність компанії до коливань середньоринкової дохідності, а отже, вищим є систематичний ризик.

Під час визначення CRP на підставі розрахунку спреду ризику дефолту і модифікованого методу кредитного рейтингу, вартість власного капіталу визначається за такою формулою:

$$V_{\text{BK}}(\text{CAPM}) = i + V\text{RP}' \cdot \beta + \text{CRP} \quad (7.16)$$

Зазначимо, що V_{BK} суттєво відрізняється за умови використання різних методів розрахунку CRP. У розрахунку спреду ризику дефолту показники V_{BK} є дещо нижчими, ніж за використання модифікованого методу кредитного рейтингу. Цю ситуацію можна пояснити тим, що за умов використання останнього методичного підходу має місце подвійне врахування безризикової ставки процента і завищення оцінок премії за суверенний ризик.

Основним недоліком моделі CAPM є те, що вона являє собою модель залежності прибутковості від 3 коефіцієнтів. На практиці залежність між ризиком і прибутковістю складніша. На прибутковість впливають багато чинників (економічна ситуація в країні, інфляція, стабільність світової економіки, зміни в податковому й інвестиційному законодавстві тощо) і вони неоднаково впливають на цінні папери різних компаній.

Альтернативою моделі CAPM є теорія арбітражного ціноутворення (АРТ) С. Росса. У факторній моделі АРТ передбачають, що активи або портфелі активів з однаковою чутливістю до чинників поведуться однаково за винятком позафакторного ризику і мають однакові очікування прибутковості. Якщо дані відповідності спотворюються, арбітражні операції зрівнюють очікувані прибутковості активів.

Теорія АРТ передбачає можливість включення будь-якої кількості чинників ризику. Основна проблема, що ускладнює використання цієї моделі на практиці, — відсутність чіткого переліку релевантних чинників. Для аналізу за моделлю АРТ можна використати такі чинники: індекс промислового виробництва; короткострокову реальну ставку процента, обчислювану як різницю між прибутковістю короткострокових державних облігацій та індексом споживчих цін; інфляцію; ризик несплати, обчислюваний як різниця між коефіцієнтом «прибутковість до погашення» облігацій першокласних позичальників і позичальників із нижчою платоспроможністю.

Одна із найперспективніших сучасних розробок у теорії оцінювання вартості капіталу компанії — модель Ольсона, відповідно до якої вартість компанії виражається через поточну вартість її чистих активів і дисконтований потік надприбутків (відхилень прибутку від нормальної, тобто середньої для галузі величини).

Підхід, застосований у моделі Ольсона, тісно переплітається з концепцією економічної доданої вартості — EVA (economic value added). Обидві ці концепції ґрунтуються на понятті «залишковий прибуток» — прибуток компанії за мі-

нусом очікуваного рівня прибутковості. Відмінність EVA від EBO полягає в тому, що EVA охоплює увесь вкладений у компанію капітал (акціонерний і позиковий), а EBO — тільки власний (акціонерний).

Результати, отримані за моделлю EBO, відповідають результатам, одержаним за допомогою таких традиційних методів, як дисконтування дивідендів (DDM) або грошових потоків (DCF). Однак модель Ольсона має низку переваг порівняно з традиційними методами оцінювання. Зокрема, у ній дістає висвітлення процес створення багатства акціонерів, а не його розподілу, що вигідно відрізняє дану модель від методу дисконтування дивідендів.

У моделі Ольсона значну вагу мають реально вкладені в компанію інвестиції — її чисті активи, а прогнозується тільки та частина грошового потоку, що посправжньому збільшує вартість компанії — «залишковий прибуток» (residual income). Ще однією перевагою цієї моделі є те, що вона враховує, яка частина ринкової вартості компанії виражена її реальними активами, а яка — нематеріальним гудвілом. Це дає змогу точніше визначити рівень ризикованості вкладень в акції компанії.

Однак практичне застосування моделі Ольсона для вітчизняних компаній вимагає додаткових досліджень, спрямованих на вивчення адекватності цієї моделі із урахуванням специфіки економічної ситуації в Україні та національних стандартів бухгалтерського обліку та звітності.

Подальшого розвитку методології оцінювання вартості капіталу компанії набула в концепції опціонів, у якій при розрахунку дисконтованого грошового потоку враховується можливість зміни управлінських рішень у майбутньому на основі надходження нової інформації. Це дає змогу визначити вартість стратегічної й оперативної гнучкості при різних управлінських рішеннях. Наукові дослідження реальних опціонів повною мірою базуються на ідеї, що гнучкість у прийнятті управлінських рішень має певну вартість. Усі ці ситуації поєднує одне — угоди й договори компанії мають характер опціонів. Вони дають одній стороні право вибору виконання опціону (покупки або продажу активів за ціною виконання), тоді як інша сторона несе зобов'язання за опціоном (продати або купити — за фіксованою ціною).

Для оцінювання опціонних контрактів використовують біноміальну модель Коксу — Росса — Рубінштейна і модель Блека — Скоулза.

У процесі визначення вартості капіталу механізм опціонів використовується в першу чергу при розрахунку ринкової вартості акцій, що має три складові: дивідендної прибутковості, очікуваного зростання курсової вартості акцій і вартості права на участь в управлінні. Остання складова і визначається за допомогою опціонних моделей: моделі Шелтона, моделі Норіна — Вольфсона і моделі Блека — Скоулза.

Під час розрахунку вартості позикового капіталу, за яким не нараховуються проценти, можна обрати один із таких способів:

- 1) виходячи із того, що компанія не несе прямих витрат на сплату процентів власникам капіталу, вартість такого капіталу прирівнюється до нуля;
- 2) зобов'язання, за якими не нараховуються проценти, виключаються із загальної суми капіталу.

Зважаючи на те, що на вітчизняних підприємствах питома вага таких зобов'язань у позиковому капіталі є надзвичайно великою, використання першого методу призведе до викривлення результатів розрахунків.

7.4.2. Середньозважена вартість капіталу підприємства

Управління вартістю капіталу є необхідною умовою підвищення ринкової вартості підприємства. За цих умов рекомендують дотримуватися таких правил.

Оцінка вартості капіталу за кожним елементом. За тривалістю функціонування в даній конкретній формі активи і пасиви підприємства поділяють на довго- і короткострокові. Структура джерел суттєво відрізняється і залежить від виду підприємства і сфери підприємницької діяльності. Крім того, у кожного джерела фінансування своя вартість, тому вартість капіталу визначають за формулою середньоарифметичної зваженої. Для деяких джерел коштів ціну капіталу можна встановити досить точно (ціна акціонерного капіталу, банківського кредиту тощо). За іншими джерелами виконати такі розрахунки складніше (наприклад, за статтями накопиченого прибутку, кредиторської заборгованості).

Загальну величину коштів, яку слід сплатити для залучення певного обсягу капіталу, виражену у процентах до цього обсягу, називають **ціна капіталу**. Як зазначалось раніше, оборотні активи доречно фінансувати за рахунок короткострокових зобов'язань, а необоротні активи — за рахунок довгострокових зобов'язань і власного капіталу. При цьому оптимізується загальна сума витрат із залучення коштів із різних джерел. Знаючи орієнтовну величину вартості капіталу, можна здійснювати порівняльний аналіз ефективності вкладених коштів в активи підприємства, включаючи оцінку інвестиційних проектів.

Інтегральна (узагальнена) оцінка вартості капіталу. Таким узагальнюючим вимірювачем служить середньозважена вартість капіталу — WACC (Weighted Average of Capital). WACC — мінімальна норма прибутку, яку очікують інвестори від своїх вкладень. Розраховують WACC як середньозважену величину індивідуальних вартостей (цін) залучення різних видів джерел коштів:

- акціонерного капіталу;
- облігаційних позик;
- банківських кредитів;
- кредиторської заборгованості;
- нерозподіленого прибутку.

Середньозважену вартість капіталу підприємства (Weighted Average Cost of Capital = WACC) розраховують за формулою

$$WACC = K_{вк} \frac{ВК}{К} + K_{пк} \frac{ПК}{К}, \quad (7.17)$$

де $K_{вк}$ — очікувана ставка вартості власного капіталу; $K_{пк}$ — очікувана ставка вартості позикового капіталу; $К$ — сума капіталу підприємства; $ВК$ — сума власного капіталу; $ПК$ — сума позикового капіталу.

Зазначену модель можна деталізувати, виокремивши власний і позичковий капітал. Зокрема, вартість власного капіталу можна розраховувати в розрізі капіталу, залученого в результаті емісії простих і привілейованих акцій, реінвестованого прибутку тощо. Позичковий капітал можна поділити на коротко- і довгострокові банківські позички, комерційні позички, облігаційні позички та ін.

При розрахунку вартості залучення позичкового капіталу слід враховувати податковий фактор — «податковий щит». Якщо S — податковий мультиплікатор (коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток), а проценти за користування позичками відносять на валові витрати підприємства, то модель визначення середньозваженої вартості капіталу матиме такий вигляд:

$$WACC_s = K_{вк} \frac{BK}{K} + (1 - S) K_{пк} \frac{ПК}{K}, \quad (7.18)$$

де S — ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом.

Сумісність власного і позикового капіталів. У процесі оцінки вартості капіталу слід враховувати, що його складові неоднаково відображаються в балансі. Наданий підприємству позиковий капітал оцінюють за цінами, наближеними до ринкових, а власний капітал, як правило, — за цінами, нижчими від ринкових. У зв'язку з тим, що оцінка величини власного капіталу занижена, його вартість у процесі фінансових розрахунків штучно завищують.

Для забезпечення відповідності розрахунків WACC складова власного капіталу повинна бути виражена в поточній ринковій вартості. Для цього спочатку визначають вартість чистих активів ЧА, яка утворена за рахунок власного капіталу:

$$ЧА = \text{Активи} - \text{Зобов'язання по пасиву}. \quad (7.19)$$

Далі встановлюють склад чистих активів. На практиці виходять з того, що за рахунок власного капіталу покриваються необоротні активи та частина оборотних активів у формі запасів:

$$\text{Запаси} = \text{Чисті активи} - \text{Необоротні активи}. \quad (7.20)$$

Потім здійснюють переоцінку індексації балансової вартості необоротних активів та запасів з урахуванням поточних ринкових цін. Сума цих активів після їх переоцінки характеризує поточну ринкову вартість власного капіталу (чистих активів), яка використовується в аналітичних розрахунках WACC.

Динамічна оцінка вартості капіталу. Фактори, що впливають на показник WACC, дуже мінливі, і тому у зв'язку з коливанням вартості окремих елементів капіталу в розрахункову величину середньозваженої вартості капіталу мають вноситися постійні корективи. Для оцінки вартості сформованого капіталу використовують фактичні (звітні) показники, пов'язані з оцінкою окремих його елементів. Оцінка прогнозованої вартості капіталу має ймовірнісний характер, який обумовлений прогнозом кон'юнктури фінансового ринку, динамікою фінансових результатів, власною платоспроможністю підприємства, рівнем інвестиційного ризику тощо.

Взаємозв'язок оцінки поточної та майбутньої вартості WACC. Такий взаємозв'язок забезпечується за допомогою розрахунку показника граничної вартості (ціни) капіталу (ГБК — Marginal Cost of Capital, MCC). Це показник приросту WACC до суми кожної нової його одиниці, що додатково залучається корпорацією. Гранична ціна капіталу характеризує ті витрати, які підприємство змушене буде понести для створення необхідної структури капіталу за визначених умов розвитку фінансового ринку.

Наприклад, підприємство планує реалізувати новий інвестиційний проект з освоєння нафтового родовища. Для цього треба залучити додаткові джерела фінансування, які можна отримати тільки на фінансовому ринку. В даному випадку прогнозована вартість капіталу, яка і буде вважатися граничною, може значно відрізнятись від поточної ринкової оцінки.

Залучення додаткового капіталу за рахунок власних і позикових коштів на кожному етапі розвитку підприємства має свої межі. Так, зростання власного капіталу за рахунок прибутку обмежене його обсягом.

Збільшення капіталу за рахунок додаткового випуску акцій або облігацій має свої обмеження і вимоги щодо інвестиційної привабливості, що в свою чергу обумовлює високий рівень дивідендних і процентних виплат акціонерам і позичальникам, що призводить до підвищення показника середньозваженої вартості капіталу.

Залучення додаткового банківського кредиту супроводжується підвищенням кредитного та процентного ризиків для кредиторів. Крім того, залучення кредитних ресурсів може бути ускладнено тенденціями на кредитному ринку і значним завищенням процентних платежів. Подібна ситуація має враховуватися керівництвом підприємства у прийнятті як фінансових, так і інвестиційних рішень.

Граничну вартість капіталу рекомендують порівнювати з очікуваною нормою прибутку по окремих комерційних операціях і проектах, для здійснення яких потрібне залучення додаткового капіталу. Правило тут таке: очікувана норма прибутку повинна бути вищою, ніж гранична ціна капіталу.

Визначення межі ефективності використання додатково залученого капіталу. У цьому питанні визначальним параметром є гранична ефективність капіталу (ГЕК):

$$\text{ГЕК} = \frac{\Delta R_k}{\Delta WACC}, \quad (7.21)$$

де ΔR_k — приріст рівня рентабельності капіталу, %; $\Delta WACC$ — приріст середньозваженої вартості капіталу, %.

Наведені правила дозволяють вибрати систему ключових показників, які характеризують вартість капіталу і критерії ефективності його використання як у поточному, так і в майбутньому періодах, основним показником серед яких є WACC.

Середньозважена вартість капіталу являє собою середнє значення цін кожного джерела фінансування в загальній сумі й обчислюється як середньоарифметична зважена. Важелями кожного елемента є його питома вага $Ч_i$ в загаль-

ному обсязі використовуваного або залученого капіталу. Показник WACC інтегрує інформацію про конкретний склад елементів капіталу (сформованого чи залученого), їх індивідуальну вартість V_i і питому вагу в загальній сумі капіталу.

Взаємозв'язок між теперішньою і майбутньою середньозваженою вартістю капіталу ілюструє показник граничної вартості капіталу, який обчислюють за формулою

$$\text{ГВК} = \frac{\Delta WACC}{\Delta K}, \quad (7.22)$$

де $\Delta WACC$ — зміна рівня середньозваженої вартості капіталу, %; ΔK — загальне збільшення капіталу у плановому періоді, %.

Показники середньозваженої та граничної вартості капіталу є важливими критеріями прийняття рішень під час вибору інвестиційних проектів. Рішення інвестиційного характеру для підприємства є прийнятним, якщо рівень рентабельності інвестицій не нижчий за відносну величину витрат на використовуваний капітал, тобто значення WACC. Про доцільність фінансування проекту, реалізація якого вимагає додаткового залучення капіталу, свідчить перевищення очікуваної норми прибутку за цим проектом над граничною вартістю капіталу.

В оцінюванні цього показника можливі такі варіанти:

1) для поліпшення фінансового стану компанії за одночасного зростання рентабельності й середньозваженої ціни капіталу показник граничної ефективності капіталу має перевищувати 1;

2) за одночасного зниження показників рентабельності капіталу і середньозваженої ціни капіталу для втримання фінансової стабільності компанії на прийнятному рівні показник граничної ефективності капіталу має бути меншим від 1;

3) у разі різних тенденції показників рентабельності і середньозваженої ціни капіталу можливі два варіанти показника граничної ефективності капіталу. Якщо рентабельність капіталу зростає, а середньозважена ціна капіталу зменшується, тоді компанія підвищує свою платоспроможність у довгостроковому періоді й підсилює фінансову стабільність, що веде до збільшення її вартості. І навпаки, у разі зростання середньозваженої ціни капіталу і зниження його рентабельності відбувається погіршення фінансового стану компанії, що негативно позначається на її вартості.

Отже, показники граничної вартості та граничної ефективності капіталу є похідними і залежними від WACC. Оскільки середньозважена вартість капіталу характеризує ту частину прибутку, яка має бути сплачена власникам капіталу за його використання, цей показник виконує роль мінімальної межі норми формування фінансових результатів від операційної діяльності. При цьому чим більша позитивна різниця між рівнем рентабельності операційної діяльності і рівнем WACC, тим більшим внутрішнім фінансовим потенціалом забезпечення свого розвитку володіє підприємство.

На показник середньозваженої вартості капіталу впливає вартість джерел фінансування і структура капіталу. З одного боку, структура капіталу має знач-

ний вплив на його середньозважену вартість, а з другого — вартість капіталу є вагомим чинником формування управлінських рішень, пов'язаних із залученням капіталу з альтернативних джерел, а отже, побудовою структури капіталу (рис. 7.4).

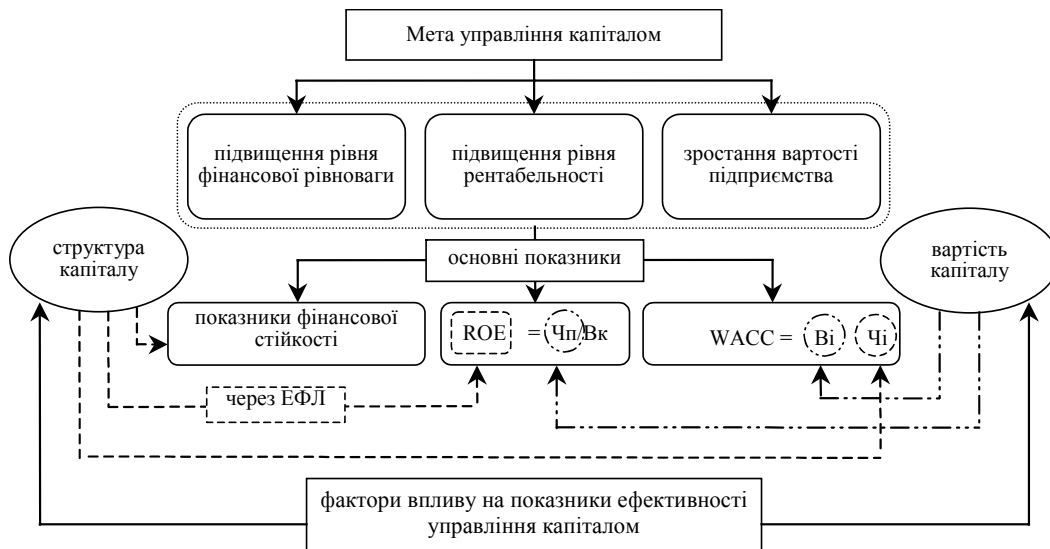


Рис. 7.4. Взаємозв'язок факторів впливу на показники ефективності управління капіталом

Обсяг власних і залучених коштів на кожному етапі розвитку підприємства має межу. Так, збільшення власного капіталу за рахунок прибутку має обмеження загальною сумою прибутку; можливістю збільшення зареєстрованого капіталу за рахунок емісій акцій тощо. Додаткове залучення банківського кредиту супроводжується підвищенням кредитного і процентного ризиків, і тому передбачає визначення межі ефективного використання. Встановлені показники у звітному періоді і на плановий період дають змогу приймати рішення про формування ефективної структури капіталу підприємства.

7.4.3. Фінансова структура капіталу підприємства

Поняття «структура капіталу» викликає полеміку серед науковців. Більшість зарубіжних фахівців під структурою капіталу розуміють комплекс постійно діючого довгострокового фінансування бізнесу фірми, представлений облігаціями, привілейованими і звичайними акціями. Частина економістів у своїх працях вважають за потрібне вирізняти такі поняття, як «структура капіталу» і «структура джерел фінансування». Так, структура фінансових джерел ілюструє частку в загальній величині пасивів власного капіталу, довго- і короткострокових зобов'язань. Структуру капіталу вони характеризують як співвідношення між

власним і позиковим капіталом, до якого відносять лише довгострокові зобов'язання. Під структурою капіталу також розуміють складову фінансів фірми, яка зафіксована у правій частині балансу, де показані основні джерела коштів, залучені для фінансування.

В сучасних умовах господарювання найдоцільнішим є врахування практичного застосування концепції управління капіталом вітчизняними підприємствами, що передбачає розуміння під структурою капіталу співвідношення між власним і залученим капіталом. Відмінність між цими складовими — це різна дохідність, що пояснюється різним рівнем ризику для власників цього капіталу, та оцінка структури капіталу виступає одним із методів аналізу та пошуку відповідного комплексу джерел фінансування підприємства.

У прийнятті рішення про використання ресурсів (власних чи залучених) враховується не лише термін залучення, а і його вартість.

Відносна величина витрат на обслуговування елементів капіталу має назву вартість капіталу. Ця вартість визначається у відносних величинах як процентна ставка:

$$\text{Вартість капіталу (у \% річних)} = \frac{\text{Виплати власнику капіталу, за рік}}{\text{Капітал, залучений підприємством від цього власника}} \quad (7.23)$$

Вартість капіталу визначається за дохідністю, яку вимагає власник капіталу, враховуючи свій ризик. Чим вищий ризик діяльності підприємства, тим більшу дохідність вимагають власники капіталу (інвестори) і тим вища буде його вартість.

У ході прийняття фінансових та інвестиційних рішень менеджер оцінює вартість кожного елементу капіталу та їх комбінації у загальній вартості.

Оцінювання і порівняння вартості елементів капіталу дозволяють вибрати найбільш дешевий спосіб довгострокового фінансування, тобто сформулювати цільову структуру капіталу. Під цільовою структурою капіталу розуміють таке співвідношення власного і залученого капіталу, яке фіксується у прийнятті інвестиційних і фінансових рішень. Така структура може змінюватись з часом і з причини зміни умов виробництва і реалізації (зміна операційного ризику), кредитного рейтингу підприємства, ситуації на фінансовому ринку — зміна фінансового ризику). Отже, керівництво приймає фінансові рішення, враховуючи цільову структуру капіталу.

Якщо фактична частка залученого капіталу нижча, ніж у цільовій структурі, то прирощення капіталу здійснюється через розміщення облігаційної позики або залучення довгострокового банківського кредиту. За умови, коли частка залученого капіталу перевищує її значення в цільовій структурі, пріоритетним може бути використання джерел власного капіталу (нерозподіленого прибутку, додаткової емісії акцій).

Під оптимальною структурою капіталу розуміють таке співвідношення між власним і залученим капіталом, яке забезпечує оптимальне поєднання ризику і дохідності, яке максимізує ціну акцій (або ринкову вартість усього компанії).

Мета управління структурою капіталу — мінімізація витрат із залучення довгострокових джерел фінансування і забезпечення очікуваного рівня доходності на інвестований капітал його власникам. Однак не завжди цільова структура капіталу є оптимальною, і причинами цього можуть бути такі:

- комерційний ризик: чим вище комерційний ризик, тим нижча в цільовій структурі частка залученого капіталу;
- оцінка податкових умов;
- збереження можливостей у подальшому залучати капітал, не змінюючи умов фінансування.

Отже, зміна умов діяльності підприємства супроводжується зміною цільової структури капіталу.

Крім методу вибору структури капіталу, виходячи зі співвідношення операційного та фінансового левериджу (важеля), існує метод порівняння джерел фінансування за максимізацією значення прибутку на акцію (метод EBIT-EPS).

В основу цього методу покладена оцінка впливу альтернативних довгострокових варіантів джерел фінансування (банківського кредиту або облігаційної позики з привілейованих акцій, або додаткової емісії простих акцій).

Метод порівняння джерел фінансування (EBIT-EPS) передбачає вибір для прогнозованого значення EBIT такого варіанта фінансування, за якого максимізується значення EPS, тобто прибуток на акцію. Прибуток на акцію дорівнює прибутку після виплат по залучених коштах, сплати податків і виплати дивідендів за привілейованими акціями, поділеного на кількість простих акцій в обігу:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Прибуток після сплати податків} - \text{Дивіденди власників простих акцій}}{\text{Кількість розміщених простих акцій}} \quad (7.24)$$

У виборі джерел та інструментів фінансування у рамках коефіцієнтів EBIT-EPS використовується аналіз впливу різних варіантів фінансування на обсяг прибутку на одну акцію. Точка беззбитковості — це певний рівень EBIT, за якого EPS буде однаковим для кількох варіантів фінансування. Чим вище очікуваний рівень EBIT (вважається, що він розташований вище від точки байдужості), тим доречніше застосування боргового фінансування (за інших рівних умов). Крім цього, необхідною умовою буде й оцінка вірогідності зниження значення показника EBIT.

Приклад 7.2. Припустимо, що компанія з довгостроковим фінансуванням у 10 млн грн і капіталом, що складається виключно з простих акцій, планує залучити 5 млн грн на розширення виробництва на основі одного з трьох альтернативних планів фінансування. Компанія може забезпечити фінансування за допомогою додаткового випуску:

- 1) простих акцій;
- 2) облігацій із фіксованою процентною ставкою, що дорівнює 12 %;
- 3) привілейованих акцій з виплатою 11 % дивідендів.

Щорічний прибуток до сплати процентів і податків (EBIT) становить 1,5 млн грн, але в результаті планованого розширення виробництва за прогнозованими розрахунками може піднятися до 2,7 млн грн. Ставка прибуткового податку дорівнює 18 %; в обігу перебуває 200 тис. простих акцій.

За умовами першого варіанта фінансування за рахунок простих акцій вони можуть продаватися за ціною 50 грн за 1 акцію, що передбачає додатковий випуск 100 тис. простих акцій. Для обрахунку точки беззбитковості (або байдужості) в рамках коефіцієнтів ЕВІТ-ЕРС для різних альтернативних варіантів фінансування необхідно визначити величину прибутку на 1 акцію (ЕРС), для певного гіпотетичного рівня ЕВІТ за допомогою формули

$$EPS = \frac{((EBIT - I)(1 - t) - PD)}{NS}, \quad (7.25)$$

де I — щорічні проценти; PD — щорічні дивіденди на привілейовані акції; t — податкова ставка; NS — кількість простих акцій в обігу.

Розрахунок показника прибутку на одну акцію ЕРС для кожного з трьох альтернативних можливих варіантів додаткового фінансування, якщо плановий обсяг прибутку ЕВІТ дорівнює 2,7 млн грн (табл. 7.6).

Таблиця 7.6

**РОЗРАХУНОК ВЕЛИЧИНИ ПРИБУТКУ НА 1 АКЦІЮ
ЗА АЛЬТЕРНАТИВНИХ ДЖЕРЕЛ ФІНАНСУВАННЯ**

	Прості акції	Облігації	Привілейовані акції
Прибуток до сплати процентів і податків ЕВІТ, грн	2 700 000	2 700 000	2 700 000
Проценти I	—	600 000	—
Прибуток до оподаткування ЕВТ, грн	2 700 000	2 100 000	2 700 000
Податок на прибуток ($ЕВТ \times f$), грн	486 000	378 000	486 000
Чистий прибуток ЕАТ, грн	2 214 000	1 722 000	2 214 000
Дивіденди на привілейовані акції PD	—	—	550 000
Прибуток, що спрямовується власникам простих акцій (F / ACS), дол.	2 214 000	1 722 000	1 664 000
Кількість простих акцій, що перебувають в обігу NS	300 000	200 000	200 000
Величина прибутку на 1 акцію ЕРС, грн	7,38	8,61	8,32

Проценти по боргу зменшують прибуток до оподаткування, тоді як дивіденди на привілейовані акції виплачуються з прибутку вже після сплати податків. У результаті прибуток, що спрямовується власникам простих акцій (earnings available to common shareholders — ЕАКС), виявляється вище у випадку боргового варіанта, ніж у випадку варіанта із використанням привілейованих акцій, незважаючи на те, що процентна ставка по боргу вище, ніж ставка, за якого виплачуються дивіденди на привілейовані акції.

Зазначений підхід базується на оцінці впливу довгострокових альтернативних джерел фінансування (банківських кредитів, облігаційних позик, привілейованих і простих акцій) на значення показника прибутку на 1 акцію і можливості його максимізації, що має враховуватись у виборі структури капіталу підприємства.

Вказаний метод застосовується у виборі варіантів структури капіталу підприємства (фінансування через емісію привілейованих акцій чи облігаційної позики) з урахуванням фінансового ризику. Внаслідок переважання структури капіталу борговим капіталом підприємство підвищує фінансовий ризик, оцінка якого має включати як ризик можливого банкрутства, так і зміну показника EPS.

Однак треба враховувати, що прибуток на акцію EPS не виступає критерієм прийняття фінансових рішень щодо структури капіталу, а тільки як орієнтир у порівнянні можливих інструментів фінансування та варіантів структури капіталу.

7.4.4. Теорії структури капіталу підприємства

Для обґрунтування оптимальної структури капіталу використовують статичні (традиційний підхід, моделі Міллера — Модільяні, компромісну модель) та динамічні (сигнальні моделі, моделі асиметричної інформації) моделі.

Найбільшої популярності і застосування у світовій практиці набули статичні моделі структури капіталу, які вможливають обґрунтування його оптимальної структури, що максимізує поточну вартість компанії. Якщо оптимальна структура визначена, то досягнення відповідної пропорції в елементах капіталу має стати метою керівництва компанії, й саме в цій пропорції слід розробляти фінансову стратегію.

У статичному підході розрізняють альтернативні теорії структури капіталу, що пояснюють вплив залучення позикового капіталу на вартість використовуваного капіталу і, відповідно, на поточну ринкову оцінку активів компанії: традиційну, Міллера — Модільяні та компромісну.

Однією з перших теорій фінансової структури капіталу вважається традиційна теорія, яка ґрунтується на аналізі фінансових рішень. Основу традиційної концепції структури капіталу становить положення про можливу оптимізацію структури капіталу шляхом урахування різної вартості окремих його складових елементів.

Традиційна теорія структури капіталу передбачає, що компанія оцінюється ринком вище, якщо залучає певний обсяг позикового капіталу, ніж компанія, яка фінансується за рахунок власного капіталу. Через ризик залучення позикового капіталу його вартість є нижчою за вартість власного капіталу, тобто ціна позикового капіталу є фіксованою, а рівень дохідності — попередньо визначеним. Ціна власного капіталу варіативна і залежить від результатів діяльності компанії. Вартість позикового капіталу залишається незмінною і навіть може знижуватися в разі, якщо компанія є інвестиційно привабливою і генерує низькі інвестиційні ризики. Однак із підвищенням ризику зростає й очікуваний рівень дохідності власників позикового капіталу та його загальна вартість для компанії.

Оскільки середньозважена вартість капіталу визначається на підставі вартостей власного і позикового капіталів, а також їхніх часток у загальній структурі капіталу, то зі збільшенням позикового капіталу з нижчою вартістю середньозважена вартість WACC до певного рівня знижуватиметься, а потім зі збільшенням вартості позикового капіталу зростатиме.

З викладеного випливають два основні висновки традиційної теорії:

- структура капіталу компанії впливає на його вартість;
- існує такий оптимум, за якого вартість капіталу буде мінімальною, що сприятиме максимізації ринкової вартості компанії.

Отже, традиційна теорія передбачає, що ринок вище оцінює компанію, яка залучає позиковий капітал, ніж ту, яка фінансує свій розвиток переважно за рахунок безстрокового власного капіталу. Зазначене дає підстави для висновку, згідно з яким традиційна теорія і побудована на її основі однофакторна модель формування структури капіталу є надто спрощеними і навряд чи можуть бути застосовані в сучасній практиці. На початку теоретичних розробок структури капіталу вони характеризувалися невизначеністю поведінки інвесторів щодо межі співвідношення між позиковим і власним капіталами та їхнього впливу на ринкову вартість компанії.

Теорія Міллера — Модільяні. Американські вчені Міллер і Модільяні дослідили вплив структури капіталу на ринкову вартість компанії. За теорією, при побудові моделі впливу структури капіталу на ціну компанії передбачалася низка умов:

- відсутність податків на прибуток, на доходи власників акцій та облігацій;
- стабільний розвиток компанії за відсутності зростання прибутку (ЕВІТ);
- ціна компанії впродовж тривалого часу визначається через капіталізацію операційного прибутку;
- наявність досконалого ринку капіталу, який характеризується відсутністю витрат, пов'язаних з купівлею і продажем цінних паперів і різницею процентних ставок (для всіх інвесторів чинними є єдині умови позики та інвестування);
- ризикованість позикового капіталу є меншою, ніж акціонерного з урахуванням систематичного ризику;
- власний капітал дорівнює акціонерному, тобто весь прибуток розподіляється на дивіденди акціонерам, а заміна зношеного обладнання відбувається за рахунок амортизаційних відрахувань;
- приватні особи можуть одержувати позики під той самий процент, що й компанії;
- інформаційна симетрія, коли інформація однаково доступна для всіх суб'єктів ринку.

З урахуванням цих припущень Міллер і Модільяні висунули та довели кілька тверджень, які дістали назву теорем.

І теорема: Вартість компанії не залежить від структури її капіталу, а визначається шляхом капіталізації її прибутку

$$V_i = V_u = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{K_{SU}}, \quad (7.26)$$

де i — фінансово залежна компанія, або компанія, в якій є борг; u — фінансово незалежна фірма; V — обсяг капіталу компанії; $EBIT$ — прибуток з урахуванням фінансових витрат; $WACC$ — середньозважена вартість капіталу.

II теорема. Вартість акціонерного капіталу фінансово залежної компанії дорівнює сумі ціни акціонерного капіталу фінансово незалежної компанії тієї самої групи ризику і премії за ризик. Розмір премії за ризик залежить від співвідношення боргу та акціонерного капіталу й різниці в цінах між боргом та акціонерним капіталом:

$$K_s = K_{SU} + \text{премія за ризик} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D) \cdot D/S, \quad (7.27)$$

де K_s — акціонерний (власний) капітал; K_D — борговий капітал; D/S — відношення позикового капіталу до власного.

Ця теорема констатує, що зі збільшенням частки боргу в структурі капіталу компанії вартість її акціонерного капіталу теж збільшується, причому в тій самій пропорції.

Якщо об'єднати обидві теореми, то можна дійти висновку: збільшення частки боргу в структурі капіталу не підвищує вартості компанії, оскільки одночасно з цим збільшується ціна її акціонерного капіталу.

Загальний висновок теорії Міллера — Модільяні: за відсутності податків ринкова вартість компанії визначається за капіталізацією прибутку ЕВІТ.

У подальшому Міллер і Модільяні ввели до моделі чинник корпоративного оподаткування, внаслідок чого сформульовані раніше теореми набули такого вигляду.

I теорема. Вартість фінансово залежної компанії дорівнює вартості фінансово незалежної компанії тієї самої групи ризику та ефекту фінансового левевериджу внаслідок економії на зменшенні податкових платежів:

$$V_i = V_u + TD, \quad (7.28)$$

де T — ставка оподаткування, %.

Вартість компанії з боргом перевищує її вартість за умови відсутності боргових зобов'язань. Отже, вартість будь-якої компанії максимізується за 100 % боргового фінансування.

II теорема. Ціна акціонерного капіталу фінансово залежної компанії дорівнює ціні акціонерного капіталу фінансово незалежної компанії тієї ж групи ризику і премії за ризик, величина якої залежить від різниці в цінах акціонерного та боргового капіталу, співвідношення боргового та акціонерного капіталів, ставки корпоративного оподаткування:

$$K_s = K_{SU} + \text{премія за ризик} = K_{SU} + (K_{SU} - K_D) \cdot \frac{D}{S} \cdot (1 - T). \quad (7.29)$$

Із введенням до моделі корпоративних податків висновки другої теореми дещо змінилися. Використовуючи модель Міллера — Модільяні, можна довести, що ціна компанії (ринкова оцінка капіталу) не залежить від величини позикового капіталу в загальній його сумі і може бути обчислена на основі операційного прибутку і рівня дохідності, якого вимагають власники акціонерного капіталу за умови, що фінансовий важіль дорівнює 0.

За результатами досліджень Міллера — Модільяні було сформульовано такі висновки:

— за відсутності податків ринкова оцінка компанії не залежить від величини позикового капіталу. Оптимальної структури капіталу не існує;

— за умови введення в модель податків на прибуток, які відрізняються для власників власного і позикового капіталу, зі зростанням боргу вартість компанії збільшується;

— доходи акціонерів мають виплачуватися з прибутку, що залишається після сплати податків, а виплати кредиторам здійснюються з прибутку до сплати податків. Таке асиметричне оподаткування веде до того, що у разі збільшення частки позикового капіталу збільшується й частка доходу компанії, що залишається у розпорядженні інвесторів.

Основні заперечення критиків теорії Міллера — Модільяні пов'язані із суперечністю між практикою і зробленими припущеннями, недосконалістю фінансового ринку, проблемами агентських відносин і асиметричністю інформації.

Сутність компромісної теорії формування капіталу компанії полягає в тому, що в разі зміни питомої ваги залученого капіталу в загальній сумі капіталу змінюється і середньозважена вартість капіталу компанії. Компромісна точка — це визначення оптимальної структури капіталу компанії.

Компромісна теорія. Автори компромісної теорії під час формування цільової структури капіталу вважають за доцільне враховувати таке.

1. Що вищий ризик результатів у процесі прийняття фінансових рішень (високі значення дисперсії прибутку і прибутковості), то меншим має бути значення фінансового важеля. Для компаній з великою невизначеністю попиту і, отже, з великою варіацією прибутку, ймовірність ситуації дефіциту фінансових коштів вища за будь-який рівень фінансового важеля порівняно з низькоризикованими компаніями. Компанії з низьким операційним ризиком можуть залучати позикові кошти в більших обсягах доти, доки очікувані витрати банкрутства не перекинуть податкових переваг залучення позикових коштів.

2. Компанії, у структурі активів яких переважають матеріальні активи, можуть мати вищий фінансовий важіль порівняно з тими, в яких значна частка активів наявна у вигляді патентів, торгової марки, різних прав користування інтелектуальною власністю. Це зумовлено загрозою банкрутства, що впливає на ринкову оцінку матеріальних і нематеріальних активів. У разі загрози банкрутства оцінкою матеріальних активів є їхня ліквідаційна вартість продажу на ринку (цілком або частинами), що може стрімко знижуватися. Ліквідаційна вартість окремих нематеріальних активів може бути нульовою.

3. Цільову структуру капіталу недоречно використовувати компаніям, котрі мають пільги зі сплати податку на прибуток. Для компаній, які платять податок на прибуток, варто формувати цільову структуру капіталу і збільшувати капітал відповідно до неї. За наявності диференційованої податкової ставки: чим вона вища, тим більше вигід матиме компанія від позикового фінансування (за умови, що вся сума платежів виключається з оподаткованого прибутку). Фінансовий важіль варто збільшувати доти, доки витрати банкрутства і витрати на залучення додаткового позикового капіталу не перекинуть податкові вигоди.

Відповідно до компромісної теорії компанії доречно обирати цільову структуру капіталу так, щоб гранична вартість капіталу і граничний ефект від фінансового важеля були однаковими. Загальний висновок теорії зводиться до того, що як стопроцентне позикове фінансування, так і повне самофінансування є неоптимальними стратегіями фінансового управління.

Усі розглянуті концепції управління структурою капіталу можна віднести до статичних моделей. Це пояснюється тим, що вони не враховують постійного потоку інформації, яку одержує ринок, та її асиметричності. Втім керівництво компанії, на відміну від інвесторів, завжди має доступ до повнішої інформації щодо інвестиційної привабливості компанії та є більш поінформованим.

Динамічні моделі враховують постійний потік інформації, яку отримує ринок стосовно певної компанії. Розглядається більша кількість інструментів прийняття рішень. На підставі наявної інформації менеджери встановлюють цільову структуру капіталу, але це рішення не завжди забезпечує максимізацію ринкової оцінки компанії. Однак управління джерелами фінансування не зводиться до встановлення цільової структури капіталу, оскільки включає вибір між коротко- і довгостроковими джерелами та управління власними джерелами (прийняття рішень за структурою власного капіталу).

Найпоширенішими як у світовій, так і у вітчизняній практиці фінансування є динамічні моделі, згідно з якими поведінка компаній спрямована переважно на максимізацію корисності. У деяких випадках максимізація корисності зводиться до встановлення оптимальної структури капіталу компанії, наприклад, у моделюванні поведінки компанії на товарному ринку або інвестора на фінансовому ринку.

Окремим блоком теоретичних досліджень розглядаються суперечності інтересів агентів (менеджерів і позичальників) і принципалів (інвесторів і кредиторів) у формуванні структури капіталу. За цією концепцією, під час існування різних інтересів та поінформованості власників, інвесторів і кредиторів у процесі управління ефективністю використання капіталу існує можливість їх вирівнювання, що веде до збільшення вартості структурних елементів капіталу. Сутність концепції суперечностей інтересів формування структури капіталу розкривається через кілька теорій, а саме:

I. Теорія субординації джерел фінансування.

II. Теорія асиметричної інформації.

III. Теорія сигналізування, або сигнальна теорія.

I. **Теорія субординації джерел фінансування**, розроблена Г. Дональдсоном, обґрунтовує необхідність виваженого підходу до питань структури капіталу компанії. Цей підхід характеризується такими положеннями:

1) з метою зменшення залежності компанії від зовнішніх джерел треба передусім використовувати внутрішні джерела фінансування: прибуток (після виконання фінансових зобов'язань) та амортизацію;

2) під час розробки дивідендної політики потрібно враховувати майбутні інвестиційні потреби і грошові потоки компанії і, таким чином, розподіляти прибуток між акціонерами, щоб забезпечити фінансування інвестицій переважно за рахунок внутрішніх джерел (прибутку й амортизації);

3) якщо виникає потреба у зовнішніх джерелах фінансування, доцільно дотримуватися такої послідовності: банківські кредити, випуск конвертованих облігацій і, в останню чергу, — випуск нових акцій.

II. *Теорія асиметричної інформації* базується на припущенні недосконалого ринку капіталу. Реальний ринок надає неадекватну інформацію учасникам стосовно перспектив розвитку компанії. Асиметричність виявляється в тому, що менеджери компанії володіють найбільш достовірною інформацією, ніж інвестори та кредитори. Положення про асиметрію інформації покладено в основу низки концепцій суперечності інтересів, а також сучасних поведінкових теорій. Практика доводить, що менеджмент компанії може приймати рішення, які суперечать інтересам власників, відповідно, потрібні певні витрати.

III. Значним кроком до розв'язання проблем фінансування є *сигнальні теорії*, які передбачають, що будь-які дії менеджерів несуть для ринку певний сигнал, що впливає на дії інвесторів, спрямовані на підвищення інвестиційної привабливості. При цьому існує загроза, що менеджери можуть подавати хибний сигнал, коли їхні очікувані вигоди перебивають вигоди від подання істинного сигналу. У цих випадках роль товару можуть відігравати фінансові інструменти, зокрема корпоративні цінні папери.

Основними чинниками, які мають визначальний вплив на рішення про вибір структури капіталу є:

1) *попит на продукцію, яку випускає компанія*. Цей чинник багато в чому визначає рівень виробничого ризику компанії. Чим вищим є виробничий ризик, тим меншим має бути значення показника боргу в структурі капіталу;

2) *структура активів компанії*. Активи компанії мають різну здатність до генерації прибутку, тому компанія має співвідносити структуру активів із джерелом їх фінансування;

3) *структура витрат*. У разі збільшення рівня операційного важеля не рекомендується нарощувати борг у структурі капіталу;

4) *асиметрія інформації*. За умов, що компанія недооцінена ринком, бажано нарощувати боргове фінансування. За ситуації, коли існує реальне оцінювання вартості компанії, менеджери можуть повернутися до цільової структури капіталу.

Теорії структури капіталу дозволяють обґрунтувати управлінські рішення про дивідендні виплат акціонерам та отримання необхідних коштів для фінансування поточної та інвестиційної діяльності компанії.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 7

Забезпечення стабільного розвитку підприємств у значній мірі залежить від ефективності управління їх капіталом. Удосконалення управління капіталом підприємства виступає вагомим фактором впливу на фінансовий стан підприємства. Управлінські рішення про формування, розміщення, функціонування та обслуговування капіталу спрямовані на досягнення визначеної підприємством мети.

Під вартістю капіталу розуміють відносну величину витрат з обслуговування складових капіталу (власного і позикового). Вартість

капіталу використовують для прийняття фінансових рішень з метою мінімізувати витрати з обслуговування капіталу, для прийняття інвестиційних рішень.

Оптимальною структурою капіталу підприємства вважається така структура, за якої досягається оптимальне співвідношення між ризиком структури капіталу та рентабельністю власного капіталу. Залежність між структурою капіталу і рентабельністю власного капіталу визначається через ефект фінансового левериджу.

Ефект фінансового левериджу дозволяє оптимізувати структуру капіталу і виявити прийнятний рівень використання позикового капіталу для підприємства. Якщо процентні виплати за використання позикового капіталу перевищують рентабельність активів, підприємству доцільно знизити рівень платного позикового капіталу в загальній структурі пасивів. Фінансовий леверидж дає можливість впливати на дохідність власного капіталу, дохідність акцій, суму чистого прибутку (або на зміну чистого прибутку на акцію EPS через залучений капітал, що обов'язково враховується в оцінці альтернативних джерел фінансування, фінансового ризику та складанні планових розрахунків.

Для обґрунтування оптимальної структури капіталу використовують статичні та динамічні моделі. Найбільшої популярності у світовій практиці набули статичні моделі структури капіталу, що дозволяють оптимізувати структуру капіталу, яка сприяє максимізації поточної вартості підприємства та враховується в розробці його фінансової стратегії.

Динамічні моделі дозволяють формувати стратегію змін щодо структури капіталу. Основними факторами, які впливають на остаточне прийняття рішень стосовно динамічної цільової структури капіталу, є динаміка попиту на продукцію підприємства, рентабельність продукції, структура активів, структура витрат, податкові умови функціонування і т. д.

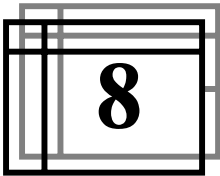
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. *Сутність капіталу підприємства.*
2. *Порівняйте поняття «фінансові ресурси» і «капітал підприємства». У чому їх відмінність?*
3. *Види капіталу за ознаками.*
4. *Власний капітал підприємства, його сутність і складові.*
5. *Позиковий капітал, його складові і формування на вітчизняних підприємствах.*
6. *Кредиторська заборгованість як специфічне джерело формування капіталу підприємства.*
7. *Вартість капіталу, її сутність і мета визначення.*
8. *Визначення середньозваженої вартості капіталу.*
9. *Сутність граничної вартості капіталу і визначення показника граничної ефективності капіталу.*

10. Розкрити поняття структури капіталу та оптимальної структури капіталу.
11. Визначити чинники, які впливають на вибір структури капіталу.
12. Фінансовий леверидж, його сутність і визначення ефективності фінансового левериджу.
13. Назвати існуючі теорії структури капіталу.
14. У чому сутність традиційного підходу визначення структури капіталу?
15. У чому сутність сигнального підходу до визначення оптимальної структури капіталу?
16. Сутність статичних моделей для обґрунтування оптимальної структури капіталу.
17. Сутність динамічних моделей щодо вибору оптимальної структури капіталу.

ЛІТЕРАТУРА

1. Фінансова діяльність підприємства: підручник / М. Я. Коробов, П. І. Орлов, К. Я. Петрова, О. М. Бандурка. — К.: Либідь, 2008. — 384 с.
2. Бланк И. А. Управление активами и капиталом предприятия / И. А. Бланк. — К.: Эльга, 2003. — 446 с.
3. Бланк И. А. Управление финансовыми ресурсами / И. А. Бланк. — М.: Омега-Л: Эльга: Ника-Центр, 2011. — 767 с.
4. Бланк И. А. Управление формированием капитала / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр, 2000. — 512 с.
5. Воловец Я.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: [навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / Національний банк України; Львівський банківський ін-т. — К.: Алерта, 2005. — 200 с.
6. Ляшенко Г. П. Управління капіталом підприємства: [навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / Державна податкова адміністрація України; Академія держ. податкової служби України. — Ірпінь: Академія ДПС України, 2005. — 346 с.
7. Фінансове забезпечення розвитку підприємств: монографія / [І. О. Бланк, Л. О. Лігоненко, Н. М. Гуляева та ін.; за заг. ред. І. О. Бланка]. — К.: КНТЕУ, 2011. — 344 с.
8. Швиданенко Г. О. Управління капіталом підприємства: навч. посібник / Г. О. Швиданенко, Н. В. Шевчук. — К.: КНЕУ, 2007. — 440 с.



Розділ

8

УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Вивчивши матеріал розділу, ви будете ЗНАТИ:

- сутність інвестицій і зміст інвестиційної діяльності підприємства;
- особливості та основні етапи управління реальними та фінансовими інвестиціями підприємства;
- сутність, види та стадії життєвого циклу інвестиційних проектів;
- особливості використання внутрішніх і зовнішніх джерел для фінансування інвестиційних проектів;
- методику розрахунку основних критеріїв для економічного обґрунтування інвестиційних проектів (NPV, PI, IRR, PP);
- способи формування ефективного інвестиційного портфеля;
- методи прогнозування економічних наслідків інвестиційних рішень.

Успішно засвоївши матеріал розділу, ви будете ВМІТИ:

- здійснювати економічне обґрунтування і розробляти фінансову модель інвестиційного проекту;
- прогнозувати структуру капіталу інвестиційного проекту, аналізувати доцільність залучення власних і позикових фінансових ресурсів для реалізації проекту;
- оцінювати фінансову ефективність інвестиційного проекту на основі дисконтування його грошових потоків;
- враховувати вплив інфляції, невизначеності та ризику при побудові фінансової моделі інвестиційного проекту;
- розробляти критерії оцінки ефективності інвестиційних та фінансових рішень;
- використовувати інструментарій фінансового контролінгу для оцінки ефективності реалізації інвестиційного проекту;
- застосовувати методики оцінювання ефективності фінансових вкладень і формувати портфель цінних паперів відповідно до обраної інвестиційної стратегії.

Основні терміни та поняття

Інвестиційна діяльність
Інвестиційний контролінг
Інвестиційний портфель
Інвестиційний проект
Інвестиції
Інвестор рилейшнз
Контролінг інвестиційних проектів
Проектне фінансування
Реальні інвестиції
Ставка дисконтування проекту
Фінансова комунікація
Фінансова модель проекту
Фінансові інвестиції

**8.1. ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙ
ТА ЇХ КЛАСИФІКАЦІЯ**

Підприємство в процесі функціонування поряд з операційною здійснює інвестиційну діяльність, яка являє собою сукупність практичних дій з реалізації інвестицій.

Ефективне управління інвестиціями обумовлює необхідність:

- з'ясування сутності інвестицій і можливості їх реалізації у різних формах;
- розробку і реалізацію інвестиційної стратегії як головної мети інвестиційної діяльності;
- урахування класифікації інвестицій;
- вибору та оцінки ефективності інвестиційних проектів підприємств;
- забезпечення оптимального співвідношення джерел фінансування реальних інвестицій;
- оцінювання ефективності фінансових інвестицій і формування оптимального портфеля цінних паперів.

Згідно з Законом України «Про інвестиційну діяльність» інвестиції визначаються як усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті чого створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Такими цінностями можуть бути:

- кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме і нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності);
- майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навичок і виробничого досвіду, необхідних для організації різного виду виробництва, незапатентованих (ноу-хау);

— права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права;
— інші цінності.

Мета інвестицій — зростання суми вкладеного капіталу. Інвестований капітал має вкладатися лише в об'єкти підприємницької діяльності, бо вкладення капіталу в соціальні об'єкти, благодійну діяльність, спонсорство до такого зростання не приведе.

Поняття «інвестиції» пропонується викласти у такій редакції:

Інвестиції — це вкладення капіталу в об'єкти підприємницької діяльності з метою забезпечення його зростання у майбутньому періоді.

Сутність інвестиційної діяльності відповідно до П(С)БО 4 «Звіт про фінансові результати» визначається так. **Інвестиційна діяльність** — це діяльність, пов'язана з придбанням і реалізацією необоротних активів, а також зі здійсненням фінансових інвестицій, які не є складовою еквівалентів грошових коштів.

Основною ознакою, за якою виділяють форми інвестицій, є *об'єкт вкладення капіталу*. За цією ознакою західна економічна теорія інвестиції поділяє на реальні та фінансові. При цьому під реальними інвестиціями розуміють вкладення капіталу у відтворення основних засобів, в інноваційні нематеріальні активи, у приріст запасів товарно-матеріальних цінностей та інші об'єкти інвестування, пов'язані зі здійсненням операційної діяльності підприємства.

Відповідно до Положень (стандартів) бухгалтерського обліку України інвестиції поділяють на фінансові та капітальні.

Фінансові інвестиції — це активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку за рахунок процентів, дивідендів тощо, зростання вартості капіталу або отримання інших вигід для інвестора. До фінансових інвестицій відносять придбання акцій, облігацій, депозитних сертифікатів, казначейських зобов'язань, інших цінних паперів.

Капітальні інвестиції — це витрати підприємства на придбання або створення матеріальних і нематеріальних активів, що включаються до їх первісної вартості.

Заміна терміна «реальні інвестиції» на термін «капітальні інвестиції» (згідно з українським законодавством) часто піддається критиці з боку науковців і практиків. Термін «капітальні інвестиції» (або «капітальні вкладення») використовується, як правило, стосовно інвестування капіталу в матеріальні види активів, передусім в основні засоби. Згідно з чинним законодавством України цей термін характеризує також «придбання нематеріальних активів, які підлягають амортизації». Таке тлумачення капітальних інвестицій більшою мірою збігається з широко використовуваним у світовій практиці терміном «реальні інвестиції».

З метою забезпечення ефективного управління інвестиціями їх класифікують за певними ознаками.

1. За видами інвестицій:

- *виробничі інвестиції* — вкладення у виробничі ресурси (основні засоби і предмети праці);
- *фінансові інвестиції* — вкладення коштів у цінні папери, цільові банківські вклади, депозити, придбання паїв. Найбільшу частку серед них становлять цінні папери, у тому числі кошти в банках;

• *інтелектуальні інвестиції* — вкладення коштів в об'єкти інтелектуальної власності. Якщо інвестиції здійснюються з метою створення новинок або їх упровадження у виробництво, то такі інвестиції називають інноваційними.

2. *За цілями застосування* інвестиції поділяють на — *реінвестиції* (зміна старих засобів) і *нетто-інвестиції* (придбання нових активів, розширення виробництва).

3. *За характером участі* в інвестуванні виділяють прямі і непрямі інвестиції. *Прямі інвестиції* — це безпосередня участь інвестора у вкладенні коштів у вибраний ним об'єкт. *Непрямі інвестиції* — це інвестиції, які пов'язані з інвестуванням, що опосередковуються інвестиційними або іншими посередниками.

4. *За терміном інвестування* розрізняють короткострокові і довгострокові інвестиції. *Короткострокові інвестиції* — вкладення капіталу на період до одного року (короткострокові депозитні внески, купівля короткострокових ощадних сертифікатів). *Довгострокові інвестиції* — це вкладення коштів на період понад один рік.

5. *За формою власності*. Інвестиції поділяють на приватні і державні. До *приватних інвестицій* відносять вкладення коштів фізичними особами або недержавними підприємствами. *Державні інвестиції* — це вкладення коштів центральними або місцевими органами влади за рахунок бюджету, позабюджетних фондів і позичкових коштів і вкладення державних підприємств.

6. *За рівнем інвестиційного ризику* виділяють такі види інвестицій:

Безризикові інвестиції, які характеризують вкладення в такі об'єкти інвестування, за якими відсутній ризик втрати капіталу й очікуваного доходу.

Низькоризикові інвестиції — рівень ризику за об'єктами інвестування цієї групи наближений до середньоринкового.

Високоризикові інвестиції — рівень ризику за об'єктами інвестування цієї групи перевищує середньоринковий.

Спекулятивні інвестиції характеризують вкладення капіталу в найризикованіші інвестиційні проекти або інструменти інвестування, за якими очікується найвищий рівень інвестиційного доходу.

7. *За регіональним місцезнаходженням інвесторів* виділяють національні й іноземні інвестиції.

Національні, або внутрішні, інвестиції характеризуються вкладенням капіталу юридичними і фізичними особами даної країни в об'єкти на цій самій території.

Іноземні інвестиції — це вкладення коштів іноземних громадян, юридичних осіб і держави в об'єкти даної країни.

На основі класифікаційних ознак наведемо класифікацію інвестицій у табл. 8.1.

Ураховуючи класифікацію інвестицій і напрями їх здійснення, розробляють *інвестиційну політику підприємства*, що повинна відповідати таким вимогам:

- підпорядкованості довгостроковій інвестиційній стратегії загальній і конкурентній стратегіям та узгодженості з фінансовою стратегією підприємства;
- оптимальності співвідношень напрямів інвестування: капітальні інвестиції; інвестування в оборотні кошти; фінансові інвестиції; інтелектуальні інвестиції;
- альтернативності вибору інвестиційної політики;

- обґрунтування доцільності інвестицій за допомогою як фінансових показників їх оцінки, так і неформальних критеріїв.

Таблиця 8.1

ВИДИ ІНВЕСТИЦІЙ ЗА ОКРЕМИМИ КЛАСИФІКАЦІЙНИМИ ОЗНАКАМИ

Класифікаційні ознаки	Вид інвестицій
1. За об'єктами вкладення капіталу	а) виробничі б) фінансові в) інтелектуальні
2. За цілями застосування	а) реінвестиції б) нетто-інвестиції
3. За характером участі в інвестуванні	а) прями б) непрями
4. За періодом інвестування	а) короткострокові б) довгострокові
5. За формою власності інвестованого капіталу	а) приватні б) державні
6. За рівнем інвестиційного ризику	а) безризикові б) низькоризикові в) середньоризикові г) високоризикові д) спекулятивні
7. За регіональним місцезнаходженням інвесторів	а) національні б) іноземні

Суб'єкти інвестиційної діяльності — це інвестори, замовники, виконавці робіт, користувачі об'єктів інвестиційної діяльності, а також постачальники, будь-які суб'єкти підприємницької і фінансової діяльності — банківські, страхові і посередницькі установи.

Суб'єктами інвестиційної діяльності можуть бути фізичні та юридичні особи (у тому числі іноземні), а також державні та міжнародні організації. Свої відносини суб'єкти інвестиційної діяльності будують на основі договорів. Основним суб'єктом інвестиційної діяльності є інвестор, який здійснює вкладення власних, позичкових або залучених коштів у формі інвестицій.

Інвесторами можуть бути:

- 1) фізичні та юридичні особи;
- 2) об'єднання юридичних осіб, які створені на основі договору про спільну діяльність і не мають статусу юридичної особи;
- 3) державні органи;
- 4) органи місцевого самоврядування;
- 5) іноземні суб'єкти підприємницької діяльності.

З урахуванням спрямованості операційної діяльності, що здійснюється інвесторами, їх поділяють на індивідуальні та інституційні.

Індивідуальний інвестор — фізична або юридична особа, яка інвестує кошти у розвиток свого підприємства.

Інституційний інвестор — фінансовий посередник, що акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність. Інституційними інвесторами є інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, які спеціалізуються на операціях з цінними паперами.

Залежно від цілей інвестування, які ставлять перед собою інвестори, виділяються стратегічні і портфельні інвестори. Якщо метою *стратегічного інвестора* під час здійснення інвестиції є придбання контрольного пакета акцій або переважної частки статутного капіталу іншого підприємства для реального управління ним, то *портфельний інвестор* вкладає кошти в об'єкти інвестування з метою отримання поточного доходу або приросту капіталу.

Усі інвестори мають рівні права щодо здійснення інвестиційної діяльності у будь-якій формі: володіння, користування і розпорядження об'єктами інвестування; визначення обсягів і напрямів інвестицій; залучення на договірній, переважно конкурсній основі інших суб'єктів інвестиційної діяльності; здійснення контролю за цільовим використанням інвестованих коштів; об'єднання власних і залучених коштів із коштами інших інвесторів для спільного інвестування.

8.2. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЮ ДІЯЛЬНІСТЮ ПІДПРИЄМСТВА

Інвестиційна діяльність — це процес втілення інвестиційної ідеї в життя.

У процесі інвестиційної діяльності на підприємстві вирішується ряд завдань, пов'язаних із різними аспектами інвестування. До таких завдань належать: розробка інвестиційної стратегії підприємства; вибір форм і об'єктів інвестування; пошук джерел фінансування цих об'єктів; вибір інвесторів та учасників інвестиційного процесу; розробка, аналіз і оцінка конкретних інвестиційних проєктів; контроль результатів здійснення інвестиційної діяльності.

Саме прийняття ефективних управлінських рішень в інвестиційній сфері є запорукою ефективності окремих інвестиційних операцій та інвестиційної діяльності підприємства в цілому.

Управління процесом інвестування включає таке.

1. *Управління інвестиційною діяльністю на державному та регіональному рівнях* — передбачає законодавче регулювання, контроль, стимулювання інвестиційної діяльності і спрямоване насамперед на створення сприятливих умов здійснення інвестиційної діяльності різних суб'єктів на відповідній території (держава або конкретний регіон).

2. *Управління інвестиційною діяльністю окремого суб'єкта господарювання* — передбачає вибір об'єктів інвестування і контроль за процесом інвестування.

3. *Управління інвестиційними проєктами* — включає планування, організацію розроблення, координацію, контроль тощо.

Управління інвестиційною діяльністю підприємства — це комплекс методів і способів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з інвестуванням; є функціональною ланкою фінансового менеджменту підприємства.

Мета управління інвестиційною діяльністю підприємства спрямована на безперервний розвиток і удосконалення операційної діяльності підприємства і на підтримку достатнього й стабільного ресурсу інвестиційного фінансування в коротко- і довгостроковому періодах.

На рівні підприємства управління інвестиційною діяльністю спрямоване на забезпечення реалізації найефективніших напрямів вкладення капіталу і охоплює кілька етапів, основні з яких відображено на рис. 8.1.



Рис. 8.1. Процес управління інвестиціями

Початковим етапом управління інвестиціями на рівні підприємства є аналіз *інвестиційного клімату країни*, що ґрунтується на вивченні таких прогнозів: динаміки валового внутрішнього продукту і обсягів виробництва продукції; розвитку приватизаційних процесів; законодавчого регулювання державою інвестиційної діяльності; розвитку окремих інвестиційних ринків, особливостей грошового і фондового; демографічної ситуації тощо.

Висновки з проведеного аналізу є основою наступного етапу — **вибір конкретних напрямів інвестиційної діяльності підприємства** відповідно до стратегії його економічного і фінансового розвитку.

На цьому етапі підприємство обирає галузеву спрямованість своєї інвестиційної діяльності, визначає інвестиційну привабливість окремих галузей економіки — їх кон'юнктуру, динаміку і перспективи попиту на продукцію цих галузей. Оцінювання інвестиційної привабливості галузей економіки включає визначення стадії життєвого циклу галузі, позиції галузі щодо її ділового циклу, прогнозування перспектив розвитку галузі.

Для інвестора найсприятливішим є вкладення капіталу в об'єкти тих галузей, які перебувають на стадії зростання і де чітко простежуються позитивні перспективи бізнесу.

Основний показник інвестиційної привабливості галузей — рівень забезпечення прибутковості активів, які використовуються.

Оцінка інвестиційної привабливості галузей доповнюється оцінкою регіонів. Привабливість регіонів України для інвестицій оцінюється за різними критеріями: місцерозташуванням, розвитком транспортної мережі, соціальними умо-

вами; розвитком підприємницької інфраструктури; природно-кліматичними умовами, наявністю ресурсів тощо. Результати оцінки регіону порівнюються з середніми показниками по Україні і на цій підставі підприємство приймає управлінські рішення про вибір конкретних напрямів інвестицій.

Наступним етапом управління реальними інвестиціями є **вибір конкретних об'єктів інвестування**, який починається з аналізу пропозицій на інвестиційному ринку, відбору окремих інвестиційних проектів і фінансових інструментів, що відповідають основним напрямам інвестиційної діяльності й економічної стратегії підприємства. Усі відібрані об'єкти інвестування аналізуються з позиції їх економічної ефективності.

За результатами цього аналізу проводиться ранжування об'єктів за критерієм їх ефективності — дохідності. Відбираються до реалізації ті об'єкти, які забезпечують найбільшу ефективність.

Наступним етапом процесу управління інвестиціями є **визначення ліквідності інвестицій**. У процесі інвестиційної діяльності підприємства в результаті зміни інвестиційного клімату за окремими об'єктами інвестування очікувана дохідність може значно знизитися. Тому необхідно відстежувати ці зміни і своєчасно приймати рішення про вихід з окремих програм інвестування і реінвестування капіталу. За кожним об'єктом інвестування спочатку оцінюють рівень ліквідності інвестицій і перевагу віддають тим із них, які мають необхідний потенційний рівень ліквідності.

Важливим етапом управління інвестиціями є **визначення необхідного обсягу інвестиційних ресурсів і пошук джерел їх формування**. На цьому етапі прогнозується загальна потреба підприємства в інвестиційних ресурсах, а на її основі визначаються джерела їх формування. У разі нестачі власних фінансових коштів приймається рішення про залучення позичкових коштів.

У результаті здійснення вказаних заходів формується **інвестиційний портфель** — сукупність інвестиційних програм, що реалізуються підприємством.

Завершальний етап управління інвестиціями — **управління інвестиційними ризиками**. На цьому етапі виявляються ризики, з якими може стикнутись підприємство в процесі реалізації кожного з об'єктів інвестування, і розробляються заходи з мінімізації інвестиційних ризиків.

Таким чином, **завдання управління інвестиційною діяльністю підприємства** такі:

- оптимізація інвестиційних потреб та інвестиційних можливостей підприємства;
- максимізація прибутку від інвестицій і мінімізація інвестиційного ризику підприємства в коротко- і довгостроковому періодах;
- забезпечення стійкого фінансового становища підприємства в процесі здійснення інвестиційної діяльності;
- пошук і реалізація напрямів удосконалювання інвестиційних процесів на підприємстві.

Управління інвестиційною діяльністю на підприємстві має ряд особливостей. По-перше, ця система управління припускає тісний взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві. Це зумовлено тим, що управлінські

рішення у сфері інвестицій завжди прямо або побічно взаємозалежні з іншими видами діяльності підприємства (з операційною та фінансовою діяльністю).

Отже, *необхідна вимога до системи управління інвестиційною діяльністю* — це її взаємозв'язок із загальною системою управління на підприємстві. При цьому всі управлінські рішення в сфері інвестицій повинні бути спрямовані на досягнення стратегічних цілей діяльності підприємства.

По-друге, управління інвестиційною діяльністю підприємства має комплексний і динамічний характер. Управлінські рішення у цій сфері повинні бути взаємозалежні між собою, вони не повинні суперечити одне іншому. Саме цей взаємозв'язок забезпечує комплексність та ефективність управління інвестиційною діяльністю підприємства. Високий динамізм внутрішніх інвестиційних процесів на підприємстві, а також зовнішніх умов здійснення інвестиційної діяльності потребує, щоб і управлінські рішення в цій сфері були динамічними, щоб можна було вчасно й чітко реагувати на зміну тим або іншим параметрам інвестиційної діяльності. З урахуванням таких особливостей можна побудувати ефективну систему управління інвестиційною діяльністю на підприємстві.

8.3. ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

8.3.1. Інвестиційний проект як об'єкт управління

В управлінні реальними інвестиціями розробка інвестиційних проектів та оцінювання їх економічної ефективності є одним із найвідповідальніших етапів.

Велике значення інвестиційного проекту в управлінні капітальними інвестиціями полягає в тому, що **інвестиційний проект** — це документ, який забезпечує окремі напрями стратегічного розвитку підприємства шляхом реального інвестування, обґрунтовує потребу у відповідних інвестиційних ресурсах у різних формах їх і містить систему відповідних управлінських рішень щодо забезпечення найефективніших форм реалізації поставлених у ньому інвестиційних цілей.

Інвестиційний проект вносить системність та організованість у процес інвестування, і потрібний всім учасникам інвестиційного процесу, оскільки тільки за його наявності існує предмет переговорів та ухвалення домовленостей між інвестором, його партнерами і майбутніми кредиторами. Інвестиційний проект забезпечує можливість ефективної координації зусиль учасників проекту.

Координуюча роль проекту поступово замінюється реальними укладеними договорами між учасниками, проте як план довгострокового характеру проект має значення аж до повної реалізації намірів інвестора. Таким чином, наявність інвестиційного проекту дозволяє досягти вищих результатів, ніж спонтанне необґрунтоване інвестування, істотно впливає на якість інвестування¹.

¹Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: Навч. посіб. / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. — К.: ЦУЛ, 2011. — С. 18.

Вибір ефективного інвестиційного проекту — важлива складова управління реальними інвестиціями. Під час вибору інвестиційного проекту враховують характеристики, що розрізняють проекти, їх класифікаційні ознаки. Інвестиційні проекти можна класифікувати за такими ознаками.

1. *Залежно від цільової спрямованості* всі інвестиційні проекти, що розробляються підприємствами, поділяються на проекти розвитку та проекти санації.

Інвестиційні проекти розвитку спрямовані на реалізацію стратегічних цілей підприємства, пов'язаних із зростанням обсягу операційної діяльності, її диверсифікацією. До складу таких інвестиційних проектів відносять також ті, які пов'язані зі створенням нових підприємств.

Інвестиційні проекти санації розробляються лише для діючих підприємств, які внаслідок неефективного управління, суттєвої зміни кон'юнктури ринку, застарілої технологічної бази значно зменшили обсяг збуту продукції і мають фінансові труднощі, які створюють реальну загрозу банкрутства.

2. *За напрямками виробничого розвитку*, які відповідають конкретним цілям економічної стратегії підприємства, інвестиційні проекти поділяються на проекти освоєння нової продукції; проекти вдосконалення (або впровадження нової) технології; проекти значного нарощення обсягів виробництва продукції, у тому числі з регіональною диверсифікацією цього виробництва; проекти освоєння нових ринків збуту продукції; проекти розширення сировинної бази (для підприємств добувних галузей економіки) тощо. Якщо проекти мають не одну, а кілька інвестиційних цілей, вони за цією класифікаційною ознакою вважаються комплексними.

В узагальненому вигляді всі інвестиційні проекти за напрямками виробничого розвитку можна поділити на дві групи: *інвестиційні проекти, що збільшують потенціал виробництва продукції (товарів, послуг)*, та *інвестиційні проекти, що збільшують потенціал збуту (реалізації) продукції*.

3. *За термінами реалізації*:

- короткострокові (до трьох років);
- середньострокові (від трьох до п'яти років);
- довгострокові (понад п'ять років).

4. *За масштабами* (найчастіше масштаб проекту визначається розміром інвестицій):

мали проекти, дія яких обмежується рамками невеликої фірми, що реалізує проект. Це в основному плани розширення виробництва і збільшення асортименту продукції, що випускається; їх відрізняють порівняно невеликі терміни реалізації;

середні проекти — це найчастіше проекти реконструкції, технічного переозброєння існуючого виробництва продукції. Реалізуються поетапно, по окремих виробництвах відповідно до заздалегідь розроблених графіків надходження всіх видів ресурсів;

великі проекти — проекти великих підприємств, в основі яких лежить прогресивно «нова ідея» виробництва продукції, необхідної для задоволення попиту на внутрішньому і зовнішньому ринках;

мегапроекти — це цільові інвестиційні програми, що містять безліч взаємопов'язаних кінцевих проектів. Такі програми можуть бути міжнародними, державними та регіональними.

5. *За основною спрямованістю:*

комерційні проекти, головною метою яких є отримання прибутку;
соціальні проекти, орієнтовані, наприклад, на вирішення проблем безробіття в регіоні, зниження криміногенного рівня і т. п.;

екологічні проекти, основу яких складає поліпшення середовища проживання;

інфраструктурні проекти, спрямовані на створення і/або реконструкцію конкретного об'єкта чи технологічного комплексу виробничої (транспорт, зв'язок, електроенергетика) та соціально-побутової (освіта, охорона здоров'я, ЖКГ) інфраструктури.

Особливістю інвестиційного процесу є його співіснування з невизначеністю, рівень якої може сильно варіюватися, тому *залежно від величини ризику* інвестиційні проекти поділяються на такі:

надійні інвестиційні проекти, для яких характерна висока ймовірність отримання гарантованих результатів (наприклад, проекти, що виконуються за державним замовленням);

ризикові інвестиційні проекти, для яких характерний високий рівень невизначеності як витрат, так і результатів (наприклад, проекти, пов'язані зі створенням нових виробництв і технологій).

Вся діяльність з розробки і реалізації інвестиційного проекту перебуває у взаємозалежності в часі та просторі. Період, протягом якого готуються і реалізуються інвестиційні наміри інвестора, прийнято називати **життєвим циклом проекту** (або **проектний цикл**)¹.

Життєвий цикл інвестиційного проекту прийнято ділити на 3–4 частини (залежно від погляду науковців), які називаються фазами або етапами (рис. 8.2).

Фаза 1 — передінвестиційна, підготовча стадія, що передує основному інвестуванню (юридичне оформлення інвестиційного проекту, пошук джерел фінансування та ін.).

Фаза 2 — інвестиційна, коли відбувається інвестування та здійснення проекту (етап освоєння інвестицій).

Фаза 3 — експлуатаційна (або виробнича). Ця фаза починається після введення об'єкта в експлуатацію і є, як правило, найтриваліша.

У міжнародній практиці, крім наведених на рис. 8.2 етапів, прийнято виділяти і **фазу 4** проектного циклу — *ліквідаційну*. Даний етап може виникнути за умов банкрутства підприємства, через закінчення строку корисного використання обладнання, у зв'язку із зупинкою виробництва нерентабельної продукції чи окремого виробництва взагалі, з причин перепродажу інвестиційного проекту або його перепрофілювання.

Найважливіші якісні параметри інвестиційного проекту — термін будівництва і термін його окупності.

Термін будівництва залежить від раціонального використання виділених коштів і часу в період проведення передінвестиційної (фаза 1) та інвестиційної стадій (фаза 2).

¹Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: Навч. посіб. / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко. — К.: ЦУЛ, 2011. — С. 19.

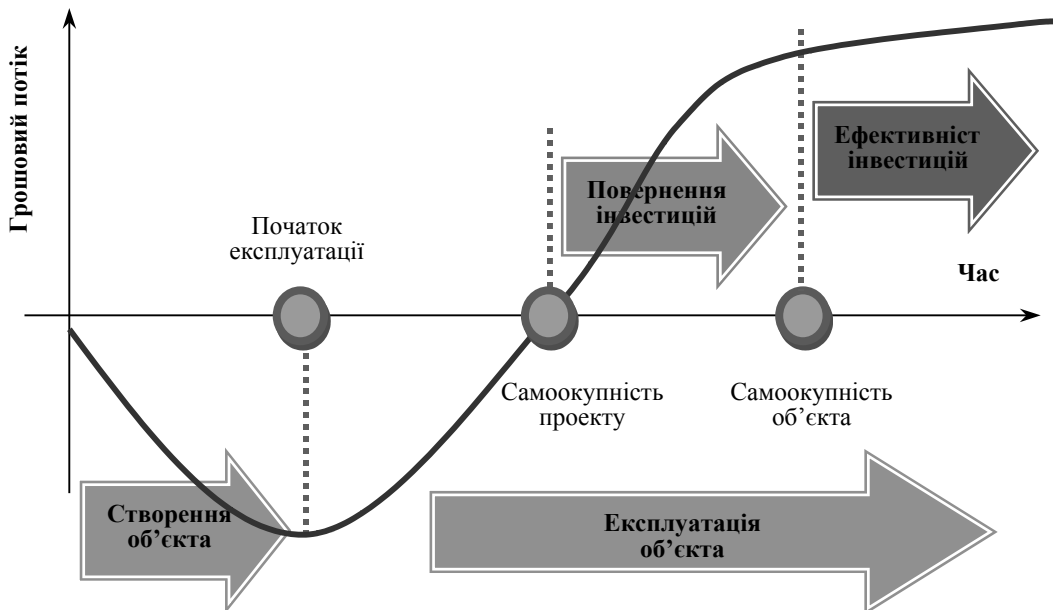


Рис. 8.2. Розвиток інвестиційного проекту з фінансової точки зору

Термін окупності залежить не тільки від передінвестиційної, інвестиційної, але і від експлуатаційної стадії. Саме на експлуатаційній стадії доводиться якість та ефективність інвестиційного проекту.

Досягнення запланованих параметрів якості проекту неможливе без їх управління.

Управління інвестиційними проектами — це діяльність із планування, організації, координації, мотивації і контролю протягом життєвого циклу проекту шляхом застосування системи сучасних методів і техніки управління, яка має на меті забезпечення найефективнішої реалізації визначених в інвестиційному проекті результатів за складом й обсягом робіт, вартості, якості та задоволенню учасників інвестиційного проекту.

8.3.2. Вибір стратегії фінансування інвестиційних проектів

Одним із найважливіших питань під час здійснення інвестиційної діяльності будь-якого підприємства є **розробка стратегії фінансування інвестиційної діяльності**, яка має забезпечити:

- реалізацію інвестиційних проектів у запланованому обсязі;
- оптимальну структуру інвестицій і необхідних платежів (податків, процентних виплат по кредиту тощо);
- зниження ризиків проектів;
- необхідне співвідношення власних і позикових коштів.

Джерела фінансування інвестиційної діяльності — це джерела походження цінностей, які вкладаються в об'єкти інвестування. Від підбору джерел фінансування залежить не тільки життєздатність інвестиційної діяльності, а й розподіл кінцевих доходів, ефективність використання авансованого капіталу, фінансова стійкість суб'єкта, що здійснює інвестування.

У найзагальнішому розрізняють *зовнішні* та *внутрішні* джерела фінансування інвестиційної діяльності. Кожному з видів джерел фінансових ресурсів притаманні певні переваги і недоліки (табл. 8.2).

Таблиця 8.2

ФОРМИ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

	Внутрішні джерела	Зовнішні джерела
Власний капітал	Нерозподілений прибуток Накопичені резерви	Акціонування Прямі інвестиції без цінних паперів Благодійні пожертви і безоплатна фінансова допомога Державні субсидії
Позичковий капітал	Забезпечення наступних витрат і платежів Внутрішня кредиторська заборгованість	Бюджетні, банківські і комерційні позички (в т.ч. облігаційні позики, цільовий державний кредит, позики міжнародних фінансових інститутів, фінансовий лізинг)

Закінчення табл. 8.2

	Внутрішні джерела	Зовнішні джерела
Реструктуризація активів	Амортизаційні відрахування	Дезінвестиції (кошти від продажу необоротних активів і фінансових інвестицій)
Переваги	<ul style="list-style-type: none"> • Простота і оперативність залучення; • наявність внутрішнього контролю; • високий ступінь моніторингу; • збереження конфіденційності комерційної інформації; • більш висока прибутковість у зв'язку з відсутністю необхідності виплат як за позиковими джерелами; • збереження власності та управління засновників 	<ul style="list-style-type: none"> • Великий обсяг залучення; • ефективний зовнішній контроль; • забезпечення зростання фінансового потенціалу; • ефект фінансового левериджу; • розподіл ризиків; • скорочення термінів реалізації проектів
Недоліки	<ul style="list-style-type: none"> – Заморожування коштів; – відсутність зовнішнього контролю; – обмеженість обсягів залучення; – зниження рівня ліквідності; – низький рівень ефективності використання власних коштів 	<ul style="list-style-type: none"> – Можливість втрати власності й управління компанією; – додаткові витрати на залучення (ТЕО, застава, поручителі, аудит, страхування, комісійні та ін.); – складність і тривалість залучення; – підвищення ризику неплатоспроможності та банкрутства; – зменшення прибутку у зв'язку з необхідністю процентних виплат за капітал; – боргова залежність від кредиторів; – необхідність розкриття конфіденційної інформації

Згідно з Законом України «Про інвестиційну діяльність» інвестиційна діяльність може здійснюватись за рахунок:

- власних фінансових ресурсів інвестора (власних коштів) (прибутку, амортизаційних відрахувань, страхових відшкодувань від стихійних аварій і лих, нагромаджень і заощаджень громадян і юридичних осіб);
- позикових фінансових ресурсів інвесторів (банківських і державних кредитів і позик, облігаційних позик);
- залучених коштів (коштів, отриманих від розміщення акцій, пайових та інших внесків громадян і юридичних осіб);
- бюджетних інвестиційних асигнувань;
- безоплатних і благодійних внесків, пожертвувань громадян і юридичних осіб.

Стратегія фінансування інвестиційного проекту полягає в застосуванні в певній послідовності схем фінансування виходячи з індивідуальних особливостей проекту і чинників, що на нього впливають.

Виділяють такі основні види стратегії фінансування залежно від джерел фінансування:

- 1) фінансування з внутрішніх джерел;
- 2) фінансування за рахунок залучених коштів (пайове або часткове фінансування);
- 3) фінансування з позикових коштів (боргове фінансування);
- 4) змішане (комплексне, комбіноване) фінансування.

Останніми роками дедалі більше підприємства, що працюють в Україні, відчувають брак внутрішніх джерел, головними з яких є прибуток і амортизаційні відрахування, для фінансування інвестиційної діяльності. І тому під час реалізації інвестиційної діяльності корпоративні підприємства переважно вдаються до поєднання боргових і пайових інструментів.

Поєднання боргових і пайових інструментів, які використовуються для фінансування проекту, прийнято вважати *структурою капіталу проекту*. В теорії корпоративних фінансів оптимальним співвідношення всіх компонентів вважається тоді, коли «структура капіталу забезпечує баланс між ризиком банкрутства і податковою економією¹, пов'язаною з борговим компонентом». Однак оптимальний рівень боргового і пайового фінансування проекту, а також джерела фінансування залежать від ряду факторів, включаючи характер проекту, стадію його розвитку, доступ до фінансових ринків і власну фінансову стратегію ініціаторів інвестиційного проекту.

Структура капіталу проекту не є статичною, і в різний час протягом проектного циклу можуть переважати різні джерела фінансування. Крім того, різні джерела капіталу мають різні характеристики і різне співвідношення «ризик — дохідність» залежно від характеру вимог на активи.

Як видно з рис. 8.3, борговий капітал дешевше від акціонерного капіталу, оскільки менш ризикований через той факт, що власники боргу мають переважне право вимог на доходи і активи, і боргове фінансування передбачає кovenанти, які визначають і контролюють управлінські дії.

Боргове фінансування — це кошти, взяті на певний строк у борг для фінансування проекту, при цьому інвестиційний дохід власників боргу обмежується процентами, нарахованими на основну суму боргу.

Борговий капітал може надходити з низки різних джерел. При цьому банківські кредити зазвичай розцінюються як старший борг, а всі інші види боргових зобов'язань — як субординований борг (бридж-фінансування, облігації, субординовані кредити).

Кредити комерційних банків і фінансових установ вважаються «старшим боргом» і в разі дефолту інвестиційного проекту передбачають пріоритетне право на активи проекту та грошові кошти в порівнянні з власниками акціонер-

¹Йдеться про податковий щит, дія якого виявляється на економії по сплаті податку на прибуток, що виникає завдяки нарахованим процентам на борговий капітал, які включаються до витрат, зменшуючи цим прибуток до оподаткування.

ного капіталу і субординованого боргу, якщо вони забезпечуються базовими активами проекту і залежать від фінансової стійкості позичальника.

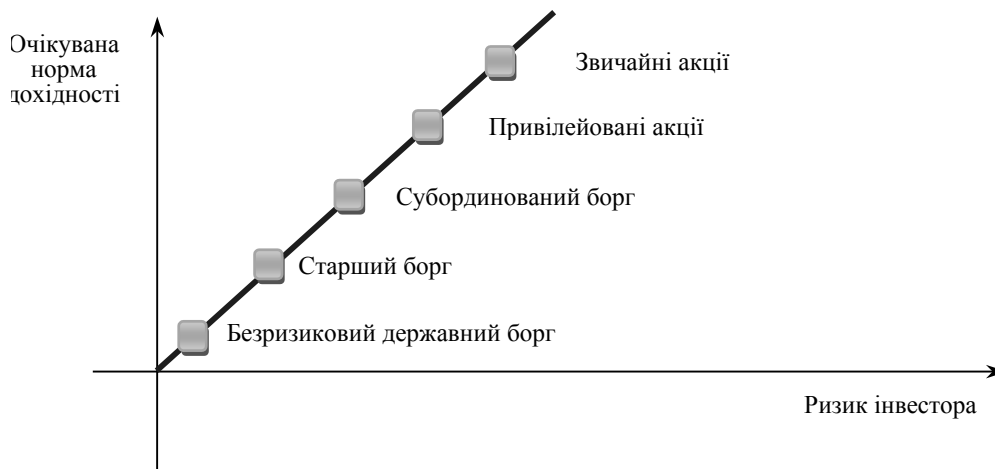


Рис. 8.3. Права власників капіталу на вимоги щодо активів об'єкта інвестування

Ключовою особливістю, яка відрізняє пайовий капітал від боргу, є право вимог власника акцій на активи. Власники акцій отримують дивіденди і дохід від приросту вартості, які базуються на основі чистого прибутку і виплачуються тільки після виплат усім власникам боргових зобов'язань. У разі дефолту акціонери мають право вимог на доходи і активи, яке є вторинним по відношенню до прав власників боргових зобов'язань. У той же час власники акціонерного капіталу мають необмежену потенційну дохідність порівняно з утримувачами боргових зобов'язань, чий доходи від інвестицій обмежені процентами, які нараховуються на боргові зобов'язання.

Серед зовнішніх власних джерел фінансування інвестиційних проектів підприємств головне місце посідають залучення додаткового акціонерного капіталу та продаж за грошові кошти пакетів акцій або часток. При цьому продаж акцій або часток може здійснюватися фінансовому або стратегічному інвесторові. У зв'язку з чим розрізняють два типи пайових інвесторів (рис. 8.4).

Фінансові інвестори в Україні представлені переважним чином інвестиційними компаніями і фондами, фондами венчурних інвестицій.

В Україні *стратегічні інвестори*, як правило, представлені в основному великими транснаціональними компаніями, зацікавленими в отриманні повного контролю над бізнесом. При цьому компанія, яка залучає інвестиції, може теж отримати додаткові вигоди від стратегічного інвестора (наприклад, у вигляді гарантованих поставок сировини чи збуту готової продукції, послуг, персоналу, ноу-хау, логістичних ланцюжків і та ін.).



Рис. 8.4. Інтереси фінансових та стратегічних інвесторів

Найпоширенішим методом фінансування інвестиційних проєктів підприємств є *залучення позичкового капіталу*. Основними формами залучення позичкових коштів для фінансування інвестиційних проєктів підприємств у сучасних умовах є: банківське кредитування, лізинг і залучення іноземних інвестицій на зворотній основі.

Порівняно молодим і перспективним комплексним фінансовим інструментом є *проектне фінансування* — сукупність заходів, спрямованих на залучення грошових коштів та інших матеріальних засобів під активи і грошові потоки компанії.

Проектне фінансування відрізняється такими особливостями:

1) об'єкт вкладення коштів інвесторів — конкретний інвестиційний проєкт, а не загалом виробничо-господарська діяльність підприємства — одержувача коштів.

Часто для отримання і використання проектного фінансування створюють окрему так звану проектну компанію;

2) джерело повернення вкладених коштів — прибуток від реалізації інвестиційного проєкту (відособлена від фінансових результатів діяльності ініціаторів проєктів);

3) у рамках комплексу фінансування можуть використовуватися різноманітні джерела і форми фінансування (кредит, фінансовий лізинг, придбання банком частки в статутному капіталі ініціатора проєкту, установа нової спеціальної компанії з пайовою участю ініціатора проєкту, банку і залучених співінвесторів, випуск цільових облігаційних позик і т. д.);

4) відсутність типового для банків інструменту гарантій (це не виключає отримання ряду гарантій на різних етапах проєкту), основна гарантія — майбутній потік грошових коштів (cashflow).

Проектне фінансування — прогресивний інструмент майбутнього. Через проектно фінансування зростає обсяг залучених інвестицій у виробничі та інфраструктурні сфери.

Структура капіталу інвестиційного проєкту — це співвідношення позичених і власних коштів власника проєкту.

Таблиця 8.3

**ОСНОВНІ ВІДМІННОСТІ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ
ВІД ДОВГОСТРОКОВОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО КРЕДИТУВАННЯ**

	Проектне фінансування	Довгострокове інвестиційне кредитування
Позичальник	Проектна компанія. Діюча компанія (ініціатор проекту) — поручитель	Діюча компанія
Розрахунок повернення кредиту	На основі фінансової реалістичності та економічної ефективності пропонованого інвестиційного проекту	На основі існуючих фінансових потоків позичальника та його фінансових результатів минулих років
Гарантії повернення позикових ресурсів	Грошові потоки та активи, створювані самим проектом	Тверді залоги (переважно іпотека)
Контрактний аналіз	Більш суворий	Менш строгий
Відображення в бухгалтерському обліку	Кредит на балансі проектної компанії, бухгалтерський баланс поручителя не змінюється	Кредит — на балансі діючої компанії

Структура капіталу інвестиційного проекту нестатична, оскільки потреба в капіталі і грошові потоки залежать від стадії здійснення проекту.

В окремих випадках від позичальника (власника проекту) можуть забажати надання значного обсягу власного капіталу на початковій стадії проекту — на етапі будівництва, коли ризики високі. Після завершення будівництва, коли пов'язані з ним будівельні ризики вже подолані і починають надходити грошові потоки, дорогий пайовий, або борговий, капітал може бути рефінансований за рахунок дешевших позикових коштів, що зменшує загальну вартість капіталу проекту.

У виборі комбінації боргового і пайового фінансування слід враховувати податкові наслідки, оскільки це може вплинути на вартість капіталу, прибуток і джерело капіталу. Якщо проценти по позиках відносяться на зменшення податкових зобов'язань, вони можуть істотно знизити загальну вартість капіталу, і оскільки вартість позикового капіталу (боргу) менше від вартості власного капіталу, завжди є стимул використовувати борговий капітал замість акціонерного для фінансування проекту. Однак якщо держава готова надати відстрочку зі сплати податку на прибуток, можуть виникнути стимули до скорочення боргового фінансування на користь акціонерного капіталу в короткостроковій перспективі.

У процесі прийняття рішень про вибір стратегії фінансування інвестиційного проекту за кожним варіантом підприємству необхідно визначити *вартість залучення інвестиційних ресурсів* із різних джерел і розрахувати їх середню вартість (середню вартість капіталу, що залучається).

Щодо кожного з джерел фінансування мають бути використані всі резерви мінімізації вартості залучення їх. Ефективною слід вважати таку структуру

джерел фінансування інвестиційного проекту, за якої середня вартість капіталу, що залучається, значно нижча за внутрішню норму дохідності за ним. Таке співвідношення слід вважати найважливішим критерієм можливості реалізації інвестиційного проекту за запропонованою схемою його фінансування.

8.3.3. Розробка фінансової моделі проекту

Фінансова модель — це розрахункова частина (фінансовий план) інвестиційного проекту, яка призначена для аналізу ефективності та фінансової реалізованості проекту і являє собою прогнозний звіт про прибутки і збитки, звіт про рух грошових коштів і прогнозний баланс підприємства на період реалізації проекту.

Фінансова модель дозволяє:

- спрогнозувати грошові потоки;
- визначити обсяг і структуру фінансування, його оптимальні варіанти;
- розрахувати ефект від реалізації інвестиційного проекту;
- проаналізувати ризики і вибудувати систему ризик-менеджменту проекту;
- оперативно коригувати дії відповідно до різних сценаріїв розвитку бізнесу.

Базова фінансова модель інвестиційного проекту зазвичай створюється на основі вхідних даних за допомогою програмного забезпечення MS Office Excel і має відповідати таким вимогам¹:

- 1) чітка та зрозуміла структура представлення інформації, доцільний формат;
- 2) відокремлення вхідних даних, розрахунків та результатів;
- 3) відокремлення таблиць з припущеннями та таблиць з підсумками;
- 4) використання вбудованих формул при проведенні розрахунків фінансових показників;
- 5) ретельне документування всіх припущень і вхідних даних.

Фінансова модель визначається на етапі підготовки техніко-економічного обґрунтування для аналізу ефективності інвестиційного проекту. Кожна фінансова модель є унікальним продуктом з внутрішньою логікою, що виходить від образу і способу мислення того, хто її розробляє.

При цьому експерти зазначають, що ідеально розробленої фінансової моделі практично не буває (не можна з стопроцентною достовірністю передбачити всі параметри проекту — усі вони мають наближений оцінний характер).

Розширені варіанти фінансових моделей, як правило, будуються на аналізі і прогнозі всіх основних форм бухгалтерської звітності (Баланс, P&Ls, CFS). Проте залежно від цілей моделювання моделі можуть включати аналіз і прогноз тільки CFS (Прогноз грошових потоків проекту).

Прогнозні форми фінансової моделі будуються на прогнозі основних економічних (наприклад, інфляція, валютні курси) і технічних (наприклад виробничі потужності, обсяги споживання продукції) параметрів на всю перспективу проекту (або як мінімум до моменту повної амортизації старшого боргу).

¹За Наказом Мінекономрозвитку «Деякі питання проведення аналізу ефективності здійснення ДПП» від 27.02.2012 № 255.

На практиці для одного й того ж інвестиційного проекту можуть розроблятися кілька основних видів фінансових моделей: «для акціонерів», «для кредиторів», «для держави», «конкурсна модель».

У процесі підготовки заявки на конкурс, а також у рамках реалізації проекту фінансова модель будь-якого виду зазнає множинні зміни, адаптується і верифікується.

Основну логіку проектного підходу до розробки фінансової моделі інвестиційного проекту зображено на рис. 8.5.

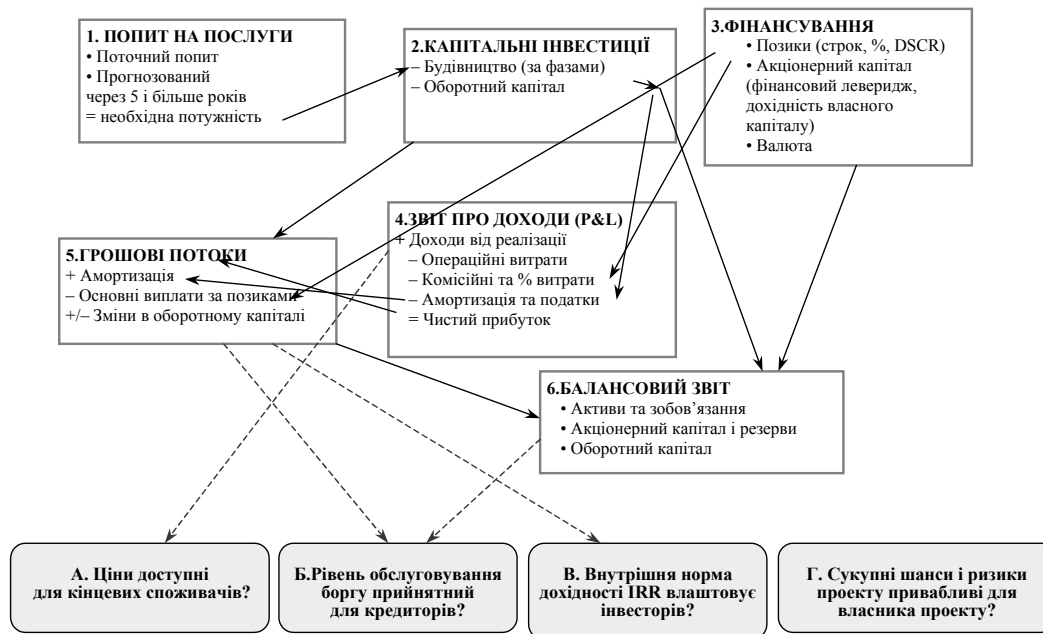


Рис. 8.5. Проектування фінансової моделі інвестиційного проекту

Електронний варіант фінансової моделі інвестиційного проекту, що розробляється в окремій книзі пакету прикладних програм Excel, має містити на окремій вкладці (листі) такі робочі таблиці:

1. Основні вхідні матеріали та результати. Усі позиції з вхідними змінними величинами та усі аналітичні результати ключових показників проекту розміщуються в **одній** робочій таблиці. У такий спосіб легше відстежувати чутливість ключових результатів проекту до вхідних даних.

2. Попит. Показуються джерела задоволення попиту споживача (-ів) на продукт проекту. Це визначає масштаб/потужність інвестиційного проекту.

3. Капітальні витрати (CAPEX). Сюди входить перелік витрат на будівництво, закупівлю обладнання та інші початкові витрати.

4. Структура фінансування. Показується, яким чином буде покрито капітальні та початкові витрати: акціонерним капіталом, за рахунок боргу, за раху-

нок другорядних боргів чи з інших джерел. У рамках цього компоненту або підкомпоненту наводяться графіки виплати боргу за кожною позицією.

5. **Звіт про доходи (Profit&Loss).** Відображає доходи за проектом, операційні витрати, амортизацію і, насамкінець, чистий прибуток. Іноді створюється окрема робоча таблиця для відображення розрахунку амортизації основних засобів і нематеріальних активів.

6. **Аналіз грошових потоків.** Тут результати бухгалтерського обліку звіту про доходи перетворюються на рух коштів (CashFlow). Ключові результати за цим компонентом включають дохід з акціонерного капіталу ROE для інвесторів та ключові коефіцієнти покриття процентів і основного боргу операційними грошовими потоками DSCR, у яких зацікавлені кредитори.

7. **Балансовий звіт.** Допомогає відстежити загальний стан активів і зобов'язань проектною компанією протягом життєвого циклу проекту. Ключове завдання розробки Балансу, щоб сума активів збігалася з сумою пасивів.

Для побудови фінансової моделі проекту треба зібрати такі групи даних.

I. Технічні дані:

- мінімальні обов'язкові показники ефективності інвестиційного проекту, що виражаються у *вихідній продуктивності*;
- розрахунки щодо прогнозів попиту на продукцію, товари, послуги (на термін проекту);
- визначення класів споживачів (наприклад, держава, населення і підприємства, оптові та роздрібні покупці);
- загальні відомості про існуючу інженерну мережу: потужність і строк експлуатації наявних активів;
- пропонуване або можливе територіальне розміщення потужностей.

II. Дані про капітальні витрати.

Попередні оцінки капітальних витрат на проектне будівництво та введення в експлуатацію. Ці витрати можуть включати такі підкатегорії:

- Загальні будівельні роботи та підготовка об'єкту будівництва.
- Будівництво, з розбивкою на компоненти проекту та проектні етапи.
- Обладнання, з розбивкою на категорії.
- Витрати на під'єднання.
- Інші капітальні витрати.
- Періодичні витрати на капітальний ремонт і відновлення.

Першим логічним кроком фінансового аналізу є розрахунок того, якою буде загальна вартість інвестицій. Інвестиційні видатки можуть плануватись для декількох перших років, а деякі подальші витрати на експлуатацію та ремонт на більш віддалені періоди. Звідси виникає потреба у чіткому визначенні поняття «часовий горизонт планування» (ще його називають інвестиційний горизонт, або розрахунковий період).

Часовий горизонт планування — це максимальна кількість років, для яких надається прогноз. Прогнози стосовно майбутнього проекту мають формулюватись для періодів, що відповідають економічному строку експлуатації проекту.

Інвестиційний горизонт (розрахунковий період) — це період, у межах якого порівнюються витрати і вигоди з метою прийняття рішення щодо доцільності здійснення інвестиційного проекту.

Основою інвестиційного горизонту є експлуатаційна фаза проекту, максимально можлива тривалість якої визначається *економічним терміном життя інвестицій*, тобто періодом часу, протягом якого інвестований проект здатен приносити дохід.

Основним фактором визначення економічного терміну життя інвестицій є ринковий попит на пов'язану з ними продукцію, роботи, послуги. Економічний термін життя інвестицій закінчується, як тільки зникає ринок для продукту або послуги, виробництво або надання яких є основою інвестиційного проекту.

Хоча інвестиційний горизонт часто є необмеженим, в аналізі проекту зручніше визначити певний момент у майбутньому, коли всі активи та всі зобов'язання умовно ліквідуються. Умовно, це такий момент, коли можна підбити рахунки та перевірити, чи були інвестиції успішними. Ця процедура вимагає обрання певного часового горизонту. Вибір часового горизонту може мати надзвичайно важливий вплив на результат оцінки, а також може впливати на визначення ставок фінансування.

Для більшості виробничих проектів часовий горизонт становить приблизно 10 років. Проте часовий горизонт не повинен бути занадто великим, оскільки може перевищити строк експлуатації проекту.

Знаючи часові горизонти, інвестиційні витрати можна класифікувати так:

- інвестиції в основний капітал (земля, будівлі, обладнання тощо);
- установчі витрати (на підготовку проекту, на розробку ТЕО, на укладання контрактів, отримання ліцензій, випуск акцій тощо);
- зміни в робочому капіталі протягом всього часового горизонту.

У деяких проектах, особливо у сфері виробництва, початкові інвестиції у робочий капітал можна заздалегідь виміряти. Чистий робочий капітал визначається як різниця між поточними активами та поточними зобов'язаннями. Його зростання протягом періоду свідчить про інвестиційні витрати. Розрахунок залежить від аналізу попиту на кредити від покупців, від технології або інформації щодо необхідних середніх запасів, від інформації щодо кредитів, що зазвичай пропонуються постачальниками та від припущення щодо необхідної маси грошових коштів протягом певного періоду часу.

III. Операційні витрати і доходи проекту.

Операційні витрати — включають усі дані про виплати, передбачені для придбання товарів і послуг, які не носять інвестиційний характер, оскільки використовуються протягом кожного звітного періоду.

Дані можуть бути зібрані в таблицю, яка міститиме:

— прямі і непрямі виробничі витрати (споживання матеріалів і послуг, заробітна платня, витрати на поточний ремонт і сервісне обслуговування, загально-виробничі витрати, план амортизації активів);

— адміністративні і загальногосподарські витрати;

— витрати на реалізацію (маркетинг, транспортні витрати тощо).

Ці компоненти разом складають основну частину операційних витрат.

Інвестиційні проекти можуть отримувати свої *власні доходи від продажу товарів або надання послуг*. Цей дохід буде залежати від прогнозів обсягів реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) та цін на продукцію. ПДВ та інші непрямі податки, що входять до ціни продукції і стягуються з споживача, як правило, не включаються до розрахунку майбутніх доходів, тому що вони, зазвичай, повертаються до бюджету.

IV. Дані про фінансування і визначення фінансової стійкості проекту.

Четвертий крок фінансового аналізу — виявлення різних джерел фінансування, щоб розрахувати загальний обсяг фінансових ресурсів проекту. Основні джерела фінансування інвестиційних проектів були описані вище.

За використання акціонерного капіталу наводяться:

- розрахунки прийнятних співвідношень позикового/акціонерного капіталу;
- оцінки вірогідного доходу з капіталу для потенційних інвесторів.

У разі залучення під проект *боргового капіталу* визначається:

- перелік потенційних джерел позики;
- розрахунки прийнятних співвідношень позикового/акціонерного капіталу;
- можливі періоди повернення позик;
- валюти та розрахункові курси і різниці між курсами обміну валют;
- наявні умови щодо пільгового періоду;
- наявні умови щодо субординованого боргу;
- обов'язкові мінімальні коефіцієнти покриття: процентів та основного боргу.

Якщо проект реалізується за участю банківського сектору, то в розгляді фінансової моделі проекту найбільшого значення набуває розрахунок *коефіцієнта обслуговування (покриття) боргу* (Debt-Service Coverage Ratio, DSCR), який визначається як співвідношення прибутку до виплати процентів, податків та амортизації (ЕВІТДА) за період t до суми всіх платежів із обслуговування кредитної заборгованості, що припадають на цей період t .

Мінімальні коефіцієнти обслуговування боргу, що вимагаються комерційними позикодавцями, залежать від передбачуваного рівня ризику певного проекту і можуть встановлюватися у межах 1,2–2 залежно від сектору економіки, до якої належить інвестиційний проект.

Таким чином, визначивши інвестиційні витрати, операційні доходи і витрати та джерела фінансування, фінансова модель дозволяє оцінити фінансову стійкість проекту. Проект є фінансовостійким, коли не бере на себе ризик браку грошових коштів і збитків у майбутньому.

Ключовим питанням є строки грошових надходжень і платежів. Ініціатори проекту мають показати, як за період реалізації проекту, джерела фінансування (включаючи доходи і будь-які грошові надходження) послідовно відповідають виплатам із року в рік. Стійкість виникає, якщо чистий потік накопичує грошові потоки, які є позитивними протягом визначеного періоду часу.

8.3.4. Критерії прийняття фінансово-інвестиційних рішень

Прийняття інвестиційних і фінансових рішень можна віднести до стратегічних завдань фінансового менеджера.

Звідси **інвестиційне рішення** — це вибір довгострокових активів, що приносять дохід.

У процесі прийняття інвестиційних рішень менеджер вирішує такі основні завдання:

- професійний опис інвестиційних можливостей (альтернатив) та їх оцінка з позицій дохідності, часу і бізнес-ризиків;
- порівняння альтернатив, вибір найкращої з них;
- формування інвестиційного портфеля, тобто оптимального набору проектів у рамках очікуваного бюджету.

На відміну від інвестиційного, **фінансове рішення** — це вибір джерел фінансування, пошук коштів для придбання активів, що приносять дохід.

Фінансові рішення дзеркально відображають інвестиційні, формують структуру не активів, а зобов'язань і власного капіталу.

Інвестиційне рішення приймається під впливом двох факторів — здатності проекту приносити дохід, а також ризику, пов'язаного з його здійсненням. Дохідність і ризик — два боки інвестиційного рішення. Під впливом оцінки ризику формуються вимоги до рівня дохідності проекту. Потім потрібний рівень дохідності, тобто нормативний, порівнюється з фактично очікуваним від проекту, або позитивною прибутковістю, і якщо вона вища, тоді проект може бути прийнятий; в іншому разі — відкидається. Показник, що дозволяє зробити пряме або непряме порівняння нормативної та позитивної прибутковості, називається **критерій оцінки інвестиційного рішення**.

Фінансове рішення впливає на ефективність інвестиційного, оскільки вартість позикового капіталу і ризик, пов'язаний з її наданням і використанням, впливає на прибутковість і ризик процесу інвестування. Саме прийняття фінансового рішення являє собою один із побічних ефектів, що впливають на загальну оцінку інвестиційного проекту.

Вибір інвестиційних проектів, що є однією зі складових процесу прийняття інвестиційних рішень, здійснюють на основі оцінювання їх ефективності.

При побудові критеріїв оцінки ефективності проекту безпосереднє використання знаходить теорія вартості грошей у часі. Сукупність описуваних нижче критеріїв дозволяє відібрати проекти для подальшого розгляду, проаналізувати проектні альтернативи, оцінити проект з точки зору інвестора і т. д.

Ухвалення відповідного рішення базується на порівнянні отриманого розрахункового результату з «точкою відліку» (cutofpoint). Крім того, експертиза проекту покликана порівняти ситуацію «без проекту» з ситуацією «з проектом», тобто проаналізувати тільки ті зміни у витратах і вигодах, які обумовлені даним проектом.

Ефективність інвестиційних проектів оцінюється на основі таких методичних підходів:

- оцінка повернення інвестованого капіталу на основі показника грошового потоку, який формується за рахунок сум чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційних проектів;
- обов'язкове приведення до теперішньої вартості як інвестованого капіталу, так і сум грошового потоку;
- вибір диференційованої ставки процента (дисконтної ставки) у процесі дисконтування грошового потоку для різних інвестиційних проектів.

У процесі прийняття рішень про реалізацію окремих альтернативних інвестиційних проектів вирішальну роль відіграє оцінювання їх ефективності. Для такого оцінювання необхідно здійснити фінансовий аналіз кожного з проектів і зіставити показники доходів і витрат з урахуванням рівня інвестиційних ризиків.

Основними методами оцінки є:

- 1) розрахунок строку окупності інвестицій t ;
- 2) розрахунок індексу рентабельності інвестицій IR ;
- 3) визначення чистого приведеного ефекту NPV ;
- 4) встановлення внутрішньої норми дохідності IRR ;
- 5) розрахунок середньозваженого строку життєвого циклу інвестиційного проекту, тобто дюрації D .

В основу цих методів покладено порівняння обсягу планових інвестицій і майбутніх грошових надходжень. Перші два можуть базуватись як на облікованій величині грошових надходжень, так і на дисконтованих доходах з урахуванням часової складової грошових потоків.

Перший метод оцінки ефективності інвестиційних проектів є найпростішим і найпоширенішим, і полягає у визначенні строку, необхідного для того, щоб інвестиції окупили себе.

Строк окупності інвестицій визначатиметься залежно від рівномірності розподілу доходів від проекту за роками. Якщо доходи від проекту розподіляються рівномірно за роками, то строк окупності інвестицій визначається діленням суми інвестиційних витрат на величину річного доходу.

За нерівномірного надходження доходів строк окупності визначають прямим підрахунком кількості років, протягом яких доходи покривають інвестиційні витрати в проект, тобто доходи відповідатимуть витратам.

Недоліком даного методу є те, що він не враховує різниці в доходах по проектах, які будуть отримані після періоду окупності. Тому, оцінюючи ефективність інвестицій, потрібно брати до уваги не тільки строки їх окупності, а й дохід на вкладений капітал, для чого розраховується індекс рентабельності IR і рівень рентабельності інвестицій R :

$$IR = \frac{\text{Очікувана сума доходу}}{\text{Очікувана сума інвестицій}}, \quad R = \frac{\text{Очікувана сума прибутку}}{\text{Очікувана сума інвестицій}}. \quad (8.1)$$

Однак недоліком показника, розрахованого на основі очікуваної величини доходів, є те, що він не враховує розподілу припливу і відпливу грошових коштів по роках і часову вартість грошей, що дуже важливо. Адже гроші сьогодні завжди дорожчі майбутніх як з причини інфляції, так і у зв'язку з отриманням додаткових коштів через оформлення депозитного вкладу та одержання на цю суму процентів.

Обґрунтованішою є оцінка ефективності інвестицій, що базується на методах нарощування (компаундування) або дисконтування грошових надходжень, які враховують зміну вартості грошей за часом.

Сутність методу дисконтування полягає у визначенні суми грошей, яку матиме інвестор у кінці операції. У разі застосування такого методу дослідження

грошового потоку ведеться від теперішнього до майбутнього. При цьому заданими величинами є вихідна сума інвестицій, строк і процентна ставка доходності, а шуканою величиною — сума коштів, яка буде отримана після закінчення операції.

Дисконтування грошових надходжень використовується для визначення суми інвестицій, які необхідно вкласти нині, щоб довести їх вартість до необхідної величини за заданої ставки процента.

Дисконтування грошових надходжень покладено в основу методів визначення чистої приведеної (поточної) вартості проектів і рівня їх рентабельності.

У процесі фінансового аналізу використовують насамперед два основні показники оцінки ефективності інвестиційних проектів, що ґрунтуються на методи дисконтування грошових потоків у часі — «чиста приведена вартість» (Net Present Value, NPV) і «внутрішня норма доходності» (Internal Rate of Return, IRR). Вони мають певні особливості застосування для оцінювання ефективності інвестиційних проектів, що полягають в такому.

Показник **чистої приведеної вартості** дає змогу порівняти теперішню вартість майбутніх доходів від реалізації інвестиційного проекту (у фазі його експлуатації) з інвестиційними витратами, які необхідно здійснити в поточному періоді. Чиста приведена вартість являє собою різницю між теперішньою вартістю (сумою) чистого грошового потоку та сумою інвестиційних витрат за проектом. При цьому сума чистого грошового потоку має дисконтуватися до того інтервалу часу, в якому передбачається початок реалізації інвестиційного проекту, а відповідно, і здійснення інвестиційних витрат за ним (таке дисконтування має провадитись за постійною ставкою процента, обраною для проведення розрахунків, окремо за кожним інтервалом часу, що передбачається).

Розрахунки за методом чистої приведеної (поточної) вартості *NPV* здійснюються у такій послідовності.

1. Визначається поточна вартість витрат I_0 , тобто обсяг інвестицій, який потрібно зарезервувати для проекту.

2. Розраховується поточна вартість майбутніх грошових потоків від проекту, для чого доходи за кожний рік CF (кеш-флоу) приводяться до поточної дати:

$$PV = \sum_{n=1} \frac{CF}{(1+r)^n}, \quad (8.2)$$

де r — ставка процента.

3. Поточна вартість витрат I_0 порівнюється з поточною вартістю доходів PV . Різниця між ними складає чисту приведену (поточну) вартість доходів NPV :

$$NPV = PV - I_0 = \sum_{n=1} \frac{CF}{(1+r)^n} - I_0. \quad (8.3)$$

Найскладнішим у розрахунках NPV є визначення ставки дисконту (процента), що індивідуально обирається для кожного інвестиційного проекту, який розглядається, бо ця ставка суттєво впливає на кількісний показник відносної вартості чистого грошового потоку в кожному інтервалі часу.

Відповідно до рекомендацій UNIDO «норма дисконту прирівнюється до фактичної ставки процента за довгостроковими позиками на ринку капіталу або до ставки процента (вартості капіталу), який сплачується отримувачем позики».

У цьому випадку ставка (норма) дисконту, що використовується для розрахунків NPV , відповідатиме можливому рівню прибутку інвестора, який він міг би отримати на ту саму суму капіталу за умови вкладення його в будь-якому іншому місці (при цьому допускається, що рівень інвестиційних ризиків для всіх альтернативних варіантів, які розглядаються, однаковий).

Отже, ставка дисконту, яка використовується в цих розрахунках, являє собою мінімальний рівень норми прибутку, нижче від якого будь-який інвестор вважав би недоцільним реалізацію інвестиційного проекту.

Розглянута умова формування ставки дисконту в розрахунках суми NPV за проектом недостатня. Кожен інвестиційний проект має різний рівень ризику його реалізації: чим вищий рівень інвестиційного ризику за проектом, тим вищим має бути рівень інвестиційного прибутку за ним, а відповідно, і ставка дисконту, за якою має розраховуватись сума NPV .

Розраховуючи суму NPV за окремими інвестиційними проектами, ставку дисконту обирають індивідуально у кожному конкретному випадку.

Критерій прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованої суми NPV (за відповідної диференціації ставки дисконту) є однаковим для будь-яких форм реального інвестування і типів інвестиційних проектів.

Якщо показник чистої приведеної вартості більший за 0, інвестиційний проект може бути прийнято до реалізації, і навпаки. Позитивне значення показника чистої приведеної вартості в цьому разі означає, що сума теперішньої вартості чистого грошового потоку за інвестиційним проектом перевищує поточну вартість інвестиційних витрат за ним, тобто мета інвестування з фінансових позицій у цьому разі буде досягнута.

У випадку, коли гроші в проект інвестуються не разово, а частинами протягом кількох років, для розрахунку NPV застосовують таку формулу:

$$NPV = PV - I_d = \sum_{n=1} \frac{CF_n}{(1+r)^n} - \sum_{j=1} \frac{I_j}{(1+r)^j}, \quad (8.4)$$

де I_d — дисконтована сума інвестиційних витрат;

n — кількість періодів отримання доходів;

j — кількість періодів інвестування коштів у проект.

У процесі оцінки ефективності інвестиційних проектів широко використовують також показник **внутрішньої норми дохідності IRR**. Він характеризує ставку дисконту, за якої дисконтована вартість чистого грошового потоку за інвестиційним проектом дорівнює теперішній вартості інвестиційних витрат за ним.

Отже, внутрішня норма дохідності являє собою таку ставку дисконту, за якої показник чистої приведеної вартості за інвестиційним проектом набирає нульового значення.

Внутрішня норма дохідності визначає максимально допустиму ставку дисконту, за якої можна інвестувати кошти без яких-небудь втрат для власника. Значення внутрішньої норми дохідності знаходять із такого рівняння:

$$\sum_{n=1} \frac{CF_n}{(1 + IRR)^n} - I_o = 0. \quad (8.5)$$

Економічний зміст даного показника полягає в тому, що він визначає очікувану норму дохідності або максимально допустимий рівень інвестиційних витрат у проект, що оцінюється. IRR має бути вищим від середньозваженої ціни інвестиційних ресурсів:

$$IRR > CC, \quad (8.6)$$

де CC — середньозважена ціна інвестиційних ресурсів.

Якщо ця умова витримується, інвестор може прийняти проект, в іншому разі його слід відхилити.

Визначення показника IRR на практиці є досить складним процесом, змістом якого є послідовний багатоваріантний вибір різних ставок дисконту з поступовим наближенням до нульового значення NPV за інвестиційним проектом.

З метою спрощення таких розрахунків кожна фінансова модель інвестиційного проекту повинна уможливлювати автоматично визначати показник внутрішньої норми дохідності за різних значень грошових потоків за інвестиційними проектами.

Значення показника IRR за конкретним інвестиційним проектом може бути інтерпретоване як рівень чистого грошового потоку, який можна отримати на інвестований капітал у процесі реалізації цього проекту. Одне й те саме значення показника IRR можна отримати за інвестиційними проектами з різною структурою чистого грошового потоку як за обсягом, так і в часі (кількості досліджуваних інтервалів часу реалізації інвестиційних проектів). Тому в процесі фінансового аналізу і розрахунків цього показника завжди розглядають і зіставляють структуру та розподіл у часі дисконтованих чистих грошових потоків за різними інвестиційними проектами (наприклад, проекти А і Б) — тільки за цих умов порівняння показників внутрішньої норми дохідності за ними буде коректним.

Значення IRR обчислюють за такою формулою:

$$IRR = r_A + (r_B - r_A) \frac{NPV_A}{NPV_A - NPV_B}. \quad (8.7)$$

При цьому повинні дотримуватися такі нерівності:

$$r_A < IRR < r_B, \text{ а } NPV_A > 0 > NPV_B. \quad (8.8)$$

Позитивне інвестиційне рішення про реалізацію проекту на основі показника внутрішньої норми дохідності можна прийняти за умови, що значення цього показника перевищує ставку дисконту, яка дорівнює мінімальному рівню норми

прибутку на ринку капіталу з урахуванням відповідного рівня інвестиційного ризику.

Показники NPV і IRR взаємно доповнюють один одного. Якщо NPV вимірює масу отриманого доходу, тоді IRR оцінює спроможність проекту генерувати дохід з кожної гривні інвестиції.

Точність розрахунку IRR залежить від інтервалу між r_A і r_B . Чим менша довжина інтервалу між мінімальним і максимальним значенням ставки дисконтування, коли функція змінює знак з «+» на «-», тим більша величина IRR .

Існує ще ряд показників оцінки ефективності інвестиційних проектів, які можна розраховувати на основі інформації про грошові потоки. Найчастіше з цією метою розглядаються показники: «індекс дохідності інвестицій» (Profitability Index, PI), «індекс прибутковості інвестицій» (Return on Investment, ROI), «період окупності інвестицій» (Payback Period, PP).

Показник **індекс дохідності інвестицій** потребує для розрахунку ту саму інформацію про дисконтовані грошові потоки, що й показник NPV . Однак у розрахунках індексу дохідності замість пошуку різниці між поточною вартістю інвестиційних витрат і дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутнього чистого грошового потоку, пов'язаного з реалізацією інвестиційного проекту, визначають співвідношення цих показників.

Загальна формула, за якою ведуться розрахунки індексу дохідності за інвестиційним проектом, матиме такий вигляд:

$$ІДІ = \frac{ЧГП}{ІВ}, \quad (8.9)$$

де $ІДІ$ — індекс дохідності за інвестиційним проектом; $ЧГП$ — загальна сума дисконтованого чистого грошового потоку за інвестиційним проектом; $ІВ$ — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом.

Критерій прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованого індексу дохідності однаковий для всіх типів інвестиційних проектів: якщо значення цього показника перевищує 1, інвестиційний проект може бути прийнято до реалізації, і навпаки, якщо його значення менше за 1 або дорівнює 1, інвестиційний проект має бути відхилений (значення $PI = 1$ у цьому разі відповідає значенню $NPV = 0$, економічний зміст якого було розглянуто раніше).

Показник **індекс прибутковості інвестицій** розраховується на основі інформації про обсяг інвестованого капіталу і суми чистого прибутку від операційної діяльності в процесі експлуатації інвестиційного проекту. Цей показник визначають на основі прибутку за один рік, коли інвестиційний проект має уже експлуатуватись.

Однак у процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів розрахунки цього показника можуть проводитися і для різних рівнів використання виробничих потужностей в окремі роки їх експлуатації. Суму чистого прибутку в окремі роки майбутньої експлуатації інвестиційного проекту має бути відповідно дисконтовано (тобто визначено у теперішній вартості).

Індекс прибутковості інвестицій розраховують за такою формулою:

$$\text{ІП} = \frac{\text{ЧП}_p}{\text{ІВ}} \times 100, \quad (8.10)$$

де ІП — індекс прибутковості за інвестиційним проектом, %; П_p — річна сума дисконтованого чистого прибутку у фазі експлуатації інвестиційного проекту; ІВ — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом.

Оцінюючи ефективність інвестиційного проекту за індексом прибутковості, необхідно зважити на його недоліки: складність визначення року експлуатації проекту після досягнення ним передбаченої виробничої потужності, який можна вважати найбільш репрезентативним у розрахунках дисконтованого чистого прибутку (бо прибуток збільшується кожного року), використання підприємством пільг у перші роки експлуатації проекту. Отже, чистий прибуток у цьому періоді не коректно порівнювати з прибутком в умовах нормального його оподаткування.

Для усунення цих недоліків доцільно було б показник річної суми чистого прибутку розраховувати як середньорічний за весь період експлуатаційної фази інвестиційного проекту.

Критерієм прийняття інвестиційних рішень на основі розрахованого показника індексу прибутковості інвестицій може бути фактичний рівень прибутковості власного капіталу за операційною діяльністю підприємства.

Позитивне інвестиційне рішення щодо реалізації інвестиційного проекту слід приймати, якщо індекс прибутковості інвестицій перевищуватиме фактичний рівень прибутковості власного капіталу за операційною діяльністю підприємства, і навпаки, якщо індекс прибутковості інвестицій буде нижчим, проект має бути відхилено.

Показник *період окупності інвестицій* характеризує обсяг часу, необхідного для повного повернення інвестиційних витрат, пов'язаних із реалізацією проекту. Таке повернення відбувається у формі чистого грошового потоку, який складається з суми чистого прибутку і амортизаційних відрахувань.

Період окупності інвестицій розраховують за такою формулою:

$$\text{ПОІ} = \frac{\text{ІВ}}{\text{ЧГП}_p}, \quad (8.11)$$

де ПОІ — період окупності інвестицій за проектом; ІВ — загальна теперішня вартість інвестиційних витрат за проектом; ЧГП_p — середньорічна сума дисконтованого чистого грошового потоку за інвестиційним проектом.

Показник період окупності інвестицій має суттєву ваду, яку слід враховувати в процесі проведення оцінки ефективності інвестиційних проектів. Вона полягає в тому, що на основі цього показника не можна врахувати ті чисті грошові потоки, які буде отримано після повної окупності інвестиційних витрат.

Але перевагою показника окупності інвестицій є те, що він чітко визначає, коли підприємство поверне інвестований капітал, що в сучасних умовах жорсткого обмеження вільних грошових коштів має велике значення в процесі оцінки інвестиційної

привабливості проекту. Кожне підприємство самостійно визначає критеріальне значення показника періоду окупності для різних типів інвестиційних проектів.

Однак роль окремих показників у процесі прийняття інвестиційних рішень щодо реалізації проектів нерівнозначна.

У виборі методу оцінки ефективності інвестиційних проектів пріоритетним серед розглянутих показників оцінки є *показник чистої приведеної вартості*, потім — *показник внутрішньої норми дохідності*. Інші оцінні показники слід використовувати в процесі фінансового аналізу інвестиційних проектів лише як допоміжні.

Критерій прийнятності кожне підприємство встановлює для себе довільно, виходячи з конкретних умов виробничої та інвестиційної діяльності. Використовуючи критерії, підприємство визначає прийнятні для себе показники, які є мірою оцінки капітальних вкладень.

Важливою проблемою відбору інвестиційних проектів у портфель є суперечливість критеріїв. Навіть приймаючи інвестиційне рішення про одиничний проект, можуть виникнути діаметрально протилежні висновки щодо прийнятності інвестицій, засновані на тому, який критерій обрано за основу. Очевидно, що, якщо йдеться про портфелі, в яких можуть бути як незалежні, так і конкуруючі проекти, протиріччя між критеріями неминучі.

Інший підхід застосовують підприємства, що обмежують свій бюджет капітальних вкладень. **Бюджетні обмеження** можуть визначатися як зовнішніми, так і внутрішніми факторами.

Зовнішні фактори (жорстке нормування капіталу) пов'язані з нестачею грошових коштів, високою вартістю залучення коштів і та ін. *Внутрішні обмеження* (м'яке нормування капіталу) пов'язані з обмеженістю управлінських ресурсів.

У зв'язку з бюджетними обмеженнями не всі проекти, що задовольняють критеріями *NPV* і *IRR*, можуть бути беззастережно прийняті. Відбір проектів у портфель пов'язаний із процедурою оптимізації бюджету капітальних вкладень.

У реальній ситуації **відбір проектів у портфель** ускладнюється рядом факторів. По-перше, це *фактор ризику*. При прийнятті рішення слід робити припущення про те, що всі проекти є однаково ризиковими і, отже, мають однакову ціну капіталу. Якщо відмовитися від цієї умови і при цьому кількість проектів настільки велике, що неможливо провести відбір вручну, досягти оптимального рішення практично неможливо, так як у даний час немає комп'ютерних програм для ефективної роботи з проектами різного ступеня ризику.

По-друге, *фактор обмеження у зв'язку з множинністю періодів* (тимчасова оптимізація). Оптимізація бюджету досягається порівняно легко, якщо обмеження в капіталі поширюється на один період (наприклад, рік).

Однак на практиці обмеження поширюються на кілька років, а фінансові джерела, які будуть використані у майбутньому, частково формуються за рахунок надходжень від раніше здійснених інвестицій.

Ризик інвестиційного проекту. Ризик можна охарактеризувати як невизначеність результату (ефекту) інвестиційного проекту. Інше розуміння ризику (*downside risk*) — можливість непередбачених *не сприятливих подій*, здатних чинити негативний вплив на ефект проекту.

Види ризику інвестиційного проекту. За однією з класифікацій можна виділити такі типи ризику інвестиційного проекту:

- *ринкові* — невизначеність обсягів реалізації продукту проекту;
- *капітальні* — можливість невдалого ходу конструктивної фази проекту (у загальному випадку) невизначеність її результатів;
- *операційні* (витратний, управлінський, технічний і екологічний) — невизначеність ходу проекту в його продуктивний період, коли активи вводяться в експлуатацію та проект виробляє продукцію або послуги;
- *правові* (політичний, юридичний, суверенний) — можливість зміни правового середовища, в якій здійснюється бізнес, зупинки проекту за політичним чи правовим мотивів, зміни статусу проекту унаслідок воєн, локальних конфліктів, революцій тощо;
- *фінансові* (процентний, валютний) — породжуються невизначеністю обмінних і процентних ставок на фінансових ринках і чутливістю до них ефекту проекту;
- *кредитні* — полягають у можливості неплатоспроможності проекту (або його ініціаторів) за наданими на його здійснення кредитами і позиками. Цей вид об'єднує в собі всі попередні ризики і є їх наслідком.

Перш ніж вживати заходів на зниження ризиків, необхідно спочатку оцінити їх значущість і вплив на ефект *NPV* проекту. Цьому може допомогти аналіз чутливості.

Аналіз чутливості (sensitivity analysis) — це метод оцінки впливу основних параметрів фінансової моделі на результуючий показник *NPV*.

Передбачається, що невизначеність кожного параметра переважно пов'язана з якимось одним видом ризику. І якщо даний ризик найбільш значний, саме йому слід приділити найбільшу увагу (табл. 8.4).

Таблиця 8.4

ВИДИ РИЗИКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЕКТУ

Ризик	Відповідний параметр фінансової моделі
Ринковий	Обсяг продажів S
Капітальний	Капітальні витрати $Capex$ або інвестований капітал IC
Операційний	Операційні витрати C
Юридичний	Ефективна ставка податку T
Політичний, суверенний	Термін життя проекту n
Процентний	Вартість капіталу R
Валютний	Обмінна ставка (курс валют) XR

Критичні значення параметрів фінансової моделі проекту. Під час здійснення аналізу чутливості всі параметри проекту фіксуються на рівні проектovaných значень, крім одного, вплив якого досліджується. А потім будується залежність *NPV* від цього параметра.

Значення параметра, при якому $NPV = 0$, називається *критичним* (pivotpoint). Вплив його оцінюється по тому, наскільки сильно відрізняються проєктоване і критичне значення досліджуваного параметра. Різниця (абсолютна, відносна) між критичним і проєктованим значеннями визначає *запас міцності проєкту*. Суб'єктивно оцінюється, наскільки він досяжний у контексті припущень, з яких отримано його проєктоване значення.

Також як оцінку критеріїв можуть використовуватися *IRR, DPB, BEP* (точка беззбитковості).

Метод сценаріїв. *Сценарний аналіз* (scenario analysis) — це альтернативний метод аналізу ризиків.

Існують думки, що аналіз чутливості неправильно відображає фактичну ситуацію, оскільки заснований на припущенні, що зміна одного параметра фінансової моделі відбувається незалежно від інших, а це не так. Наприклад, зростання обсягів продажів супроводжується зростанням витрат, податків і т. д. і зміні піддаються відразу кілька параметрів.

Під час здійснення сценарного аналізу формуються допущення і розраховується бюджет грошових потоків не для одного, а для трьох-п'яти можливих сценаріїв розвитку подій. При цьому у разі зміни сценарію можуть змінюватися **всі** параметри фінансової моделі. По-перше, такий підхід дає змогу розгорнуто охарактеризувати потенційні вигоди і збитки проєкту (порівняти за масштабом можливі вигоди з ймовірними втратами). По-друге, він дозволяє дати вірогідну характеристику проєкту в цілому.

Після того як портфель капітальних вкладень сформований і оптимізований за обраними параметрами, підприємство приступає до реалізації окремих інвестиційних проєктів портфеля. Одночасно з цим виникає проблема оперативного управління портфелем.

8.3.5. Фінансовий контролінг у реалізації інвестиційних проєктів

Фінансовий контролінг — це система інформаційної та методичної підтримки фінансового менеджменту, спрямована на координацію стратегічного та оперативного планування, аналізу і внутрішнього контролю з метою забезпечення рентабельності та ліквідності підприємства, підвищення його вартості та ефективності фінансово-господарської діяльності.

Однією з підсистем фінансового контролінгу є **контролінг інвестицій (інвестиційний контролінг)**, який являє собою інтеграцію інвестиційної діяльності та контролінгу, що орієнтована на досягнення інвестиційних цілей, інформаційно-аналітичного і методичного забезпечення фінансових менеджерів у процесі планування, затвердження, контролю показників інвестиційного проєкту і визначення відповідності фактичних показників встановленим плановим, аналізу причин відхилень, а також постінвестиційного аналізу результатів для коригування інвестиційної стратегії підприємства.

Метою інтегрування фінансового контролінгу в інвестиційний процес є зростання економічного потенціалу підприємства шляхом збільшення активів підприємства, а також досягнення головної мети його діяльності — максимізації вартості й забезпечення довгострокового розвитку компанії. Тож стратегічним завданням фінансового контролінгу у сфері інвестиційної діяльності є вибір і впровадження найефективнішого інвестиційного проекту відповідно до стратегії компанії та подальше ефективне управління реалізацією проекту.

Отже, алгоритм контролінгу інвестицій у роботі підприємства відбувається у такий спосіб, як показано на рис. 8.6. Контролінг покликаний проводити аналіз вузьких місць, визначати вплив різних факторів і вчасно виявляти відхилення у цій сфері. На основі такого процесу існує можливість вчасно прийняти необхідне управлінське рішення.

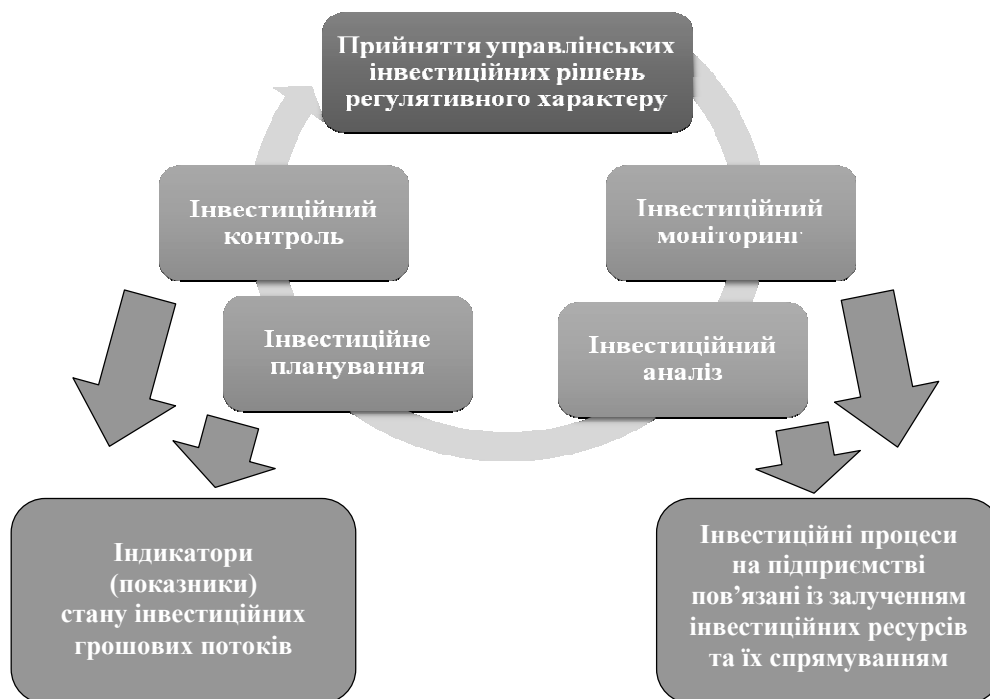


Рис. 8.6. Складові інвестиційного контролінгу¹

У ході реалізації інвестиційного проекту в цілому або його окремих етапів необхідно з'ясувати, чи досягаються поставлені цілі. Для цього здійснюється контроль за ефективністю реалізації проекту шляхом проведення перевірочних інвестиційних розрахунків. Розрахунки можуть носити не тільки разовий, але і поточний характер. У результаті, з одного боку, перевіряється, чи досягнуті цілі проекту, а з другого — виробляються необхідні заходи шляхом порівняння пла-

¹Сторожук Н. В. Інвестиційний контролінг як засіб діагностики стану економічної безпеки будівельного підприємства / Н. В. Сторожук // Формування ринкових відносин в Україні. — 2012. — № 10. — С. 143—146.

ну і факту. Отже, в завдання інвестиційного контролінгу повинно входити створення цілеспрямованої системи контролю ефективності.

До основних задач фінансового контролінгу у сфері реалізації інвестиційних проектів належать:

- 1) планування і координація інвестиційної діяльності у рамках стратегічного та оперативного планування;
- 2) реалізація інвестицій, тобто проект-контролінг;
- 3) контроль за освоєнням інвестицій (перевірочні розрахунки і контроль бюджету інвестиційного проекту);
- 4) оцінка ефективності реалізації проекту.

Таким чином, контролінг інвестицій включає в себе систему моніторингу, оцінки та контролю за інвестиційними проектами з метою допомоги фінансовим менеджерам у розробці й прийнятті управлінських рішень, які дозволять досягти поставлених цілей перед тим чи тим проектом. У процесі реалізації інвестиційного проекту виконуються наступні функції та завдання фінансового контролінгу, що наведені у табл. 8.5.

Таблиця 8.5

ФУНКЦІЇ ТА ЗАВДАННЯ ФІНАНСОВОГО КОНТРОЛІНГУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ

Функції	Завдання
Планування і координація інвестиційної діяльності	<ul style="list-style-type: none"> • Формування інвестиційних альтернатив; • забезпечення інформацією інвестиційні рішення та координація інвестиційних потоків; • аналіз методики планування інвестиційних проектів; • розробка системи критеріїв для оцінки ефективності інвестиційних проектів; • координація процесу планування і бюджетування інвестиційних проектів; • проведення інвестиційних розрахунків з метою впливу на операційну діяльність підприємства
Реалізація інвестиційного проекту	<ul style="list-style-type: none"> — Моніторинг календарного плану та бюджету реалізації інвестиційних проектів; — економічний аналіз відхилень план-факту показників проекту; — поточний контролінг виконання робіт за проектами; — аналіз змін у внутрішньому(зовнішньому) середовищі та їх вплив на хід проектів; — коригування показників інвестиційних проектів у відповідності до нових умов

Контролінг інвестицій пов'язаний із матричною організаційною структурою: до кожного проекту залучено багато центрів відповідальності, і тому фінансовий контролер має забезпечити їх злагоджену взаємодію у процесі досягнення поставленої цілі.

Система контролінгу інвестицій має бути спрямована на довготривалу перспективу і має бути гнучкою, адаптуватися до змін умов зовнішнього та внутрішнього середовищ у період всього строку здійснення інвестиційного проекту.

У процесі здійснення інвестиційної діяльності фінансові служби підприємства надають керівництву інформацію про рівень ефективності управління інвестиційними проектами. Під час підготовки такої інформації аналізуються окремі інвестиційні операції, досліджується рівень і динаміка основних показників ефективності інвестицій. Крім того, провадиться фундаментальний аналіз факторів, які впливають на показники інвестиційної діяльності компанії.

Оцінка ефективності проектів необхідна для керівництва і менеджерів компанії як інструменту підтримки прийняття рішень у процесі управління проектами і компанії в цілому. Оцінювати якість управління проектами та ефективність реалізації цілей проектів можна з різних сторін.

Розглянемо можливі аспекти управління проектами та можливі критерії, які використовуються для аналізу ефективності діяльності співробітника в проекті:

час (відхилення за строками — план-графіка проекту);

якість (відхилення за якістю виробництва — проектної документації);

вартість (відхилення по вартості — бюджету проекту);

ризик (якість управління та реагування на проектні ризики);

персонал (ефективність використання ресурсів аналізується за необхідності підвищення якості ресурсного планування, або, навпаки, про потребу залученні додаткових робочих ресурсів);

якість комунікацій (прямі або непрямі показники задоволеності клієнтів), коефіцієнти ефективності взаємодії з постачальниками і т.д.

контракти;

зміни (ризик, проблеми, зміни, тобто управління відхиленнями).

Найважливішою фазою управління інвестиційним проектом є «виконання і контроль». Для того щоб оцінити і підвищити ефективність даної фази управління, треба чітко уявляти мету і результати етапів, стадій чи проекту в цілому.

Під час реалізації інвестиційного проекту важливими є такі завдання контролю як контроль відхилень бюджету і вчасне реагування на зміни у навколишньому середовищі, що можуть спричинити відхилення у реалізації проекту. Під час реалізації інвестиційного проекту варто з'ясувати, чи досягаються поставлені цілі. Для цього проводиться контроль за ефективністю реалізації проекту шляхом проведення разових або періодичних розрахунків. У результаті, з одного боку, перевіряється, чи досягнуті цілі проекту, а з другого — напрацьовуються необхідні заходи способом порівняння плану і факту.

У період освоєння інвестицій (реалізації інвестиційного проекту), особливо якщо цей період тривалий, ринкова кон'юнктура зазнає помітних коливань, а це впливає на інвестиційний процес: змінюються інвестиційний попит і пропозиція, а значить, змінюються і ціни на продукт проекту.

Протягом певного часу можуть змінитися потреби, заради яких розробляється інвестиційний проект. Крім того, початковий план може виявитися неспроможним через ряд факторів, наприклад, перенесення термінів початку будівництва, перегляд умов фінансування, необґрунтованого планування зв'язків між завданнями проекту, зриву поставки документації або обладнання постачальниками, непередбачених технічних ускладнень, зміни зовнішніх умов і т.д.

Отже, всі основні елементи інвестиційного проекту повинні ретельно контролюватися з боку керівництва проектом. Менеджер проекту повинен визначити процедуру і встановити послідовність збору даних через певні інтервали часу, проводити аналіз отриманих результатів, аналізувати поточні відхилення фактичних і планових показників і прогнозувати вплив поточного стану справ на виконання обсягів робіт, які залишилися.

Основними принципами побудови ефективної системи контролю в процесі реалізації інвестиційного проекту є наявність:

- чітких планів;
- реальної та адекватної потребам системи збору та обробки інформації для складання внутрішньої звітності;
- ефективної системи аналізу фактичних показників і тенденцій;
- ефективної системи реагування.

Механізм проведення постійного спостереження і контролю за процесом освоєння інвестицій називають **моніторинг інвестиційних проектів**.

Побудова системи моніторингу реалізації інвестиційного проекту повинна ґрунтуватися на основі таких принципів¹:

- 1) вибір для спостереження найважливіших напрямків реалізації інвестиційного проекту;
- 2) побудова системи інформаційних (звітних) показників по кожному напрямку реалізації інвестиційного проекту;
- 3) розробка системи узагальнюючих (аналітичних) показників по кожному напрямку реалізації проекту;
- 4) установка періодичності формування звітної бази даних (інформаційних та аналітичних показників);
- 5) аналіз основних причин, які призвели до відхилення фактичних результатів від передбачених;
- 6) виявлення резервів і можливостей нормалізації ходу реалізації інвестиційного проекту;
- 7) обґрунтування пропозицій щодо зміни календарного плану та бюджету інвестиційного проекту.

Аналіз ефективності реалізації проекту. На заключному етапі контролінгу інвестиційного проекту здійснюється *розрахунок фактичних показників ефективності*, які використовувались на етапі планування інвестиційного проекту; визначаються відхилення фактичних показників від планових, зазначаються причини даних відхилень; робляться висновки, які допоможуть ефективніше реалізовувати наступні інвестиційні проекти.

Оцінити рівень ефективності управління інвестиційними проектами можна на підставі ключових показників результативності (**KPI**).

Ключові показники результативності (Key Performance Indicators, *KPI*) — кількісно виражені фінансові і не фінансові параметри, що показують, наскільки ефективно компанія досягає поставлених цілей і дотримується визначеної стратегії. КРІ пов'язані з певним процесом і, як правило, мають верхню і ниж-

¹Майорова Т. В. Инвестиционная деятельность: учебное пособие / Т. В. Майорова. — К.: ЦУЛ, 2004. — С. 129.

ню межі, утворюючи діапазон або цільове значення ефективності, якого повинен досягти цей процес.

У процесі оцінки ефективності управління інвестиціями необхідно використовувати кілька фактичних і цільових показників компанії, які будуть адекватно відображати ступінь ефективності операційних і функціональних процесів в сукупності і відповідати обраній інвестиційній стратегії.

Вимоги до вибору ключових показників результативності такі:

- відображає ключовий аспект в управлінні інвестиціями;
- відіграє істотну роль у прийнятті управлінських рішень;
- керований, тобто відповідальні особи можуть у значній мірі впливати на величину показника в межах своїх посадових обов'язків;
- має потенційно стійкий причинно-наслідковий зв'язок з іншими показниками;
- простий у розрахунку.

Впроваджуючи систему КРІ важливо дотримуватися вертикальної моделі планування складу критеріїв. Спочатку вище керівництво встановлює основні цілі та присвоює вагу кожній з них. Генеральний директор встановлює критерії результативності для керівників підрозділів і узгоджує їх з вищим керівництвом. Керівники підрозділів визначають КРІ і їх вагу для безпосередніх підлеглих, які формують список критеріїв ефективності для своїх підлеглих — так званий *каскад КРІ*. Перелік показників бажано постійно поповнювати у зв'язку з появою нових пріоритетів, завдань, позицій і посад.

Під час планування виникає необхідність узгодження КРІ з критеріями, встановленими для суміжних підрозділів. Для цього в кожному функціональному блоці топ-менеджери формують їх загальний перелік, рекомендований для суміжних підрозділів. Таким чином, на основі загальних цілей компанії вибудовують систему КРІ окремо для кожного центру фінансової відповідальності.

Розробляючи концепцію управління за системою КРІ, необхідно обмежувати кількість основних показників на рівні підрозділу, наприклад, їх кількість повинна становити 10–15 для одного рівня управління для збалансованості показників та уникнення протиріч між ними. Це пояснюється принципом необхідної і достатньої кількості показників і їх розумної оптимізації: «необхідний мінімум — найбільша репрезентативність цілей».

Також успішною складовою системи є прив'язка КРІ до системи мотивації персоналу: обґрунтування конкретних цільових значень КРІ, розробка системи оплати праці з урахуванням показників ефективності, тестовий розрахунок зарплати на базі показників попередніх періодів; проведення загальних зборів персоналу компанії, а також зборів окремих підрозділів для інформування співробітників про нову систему управління на основі КРІ.

Таким чином, компаніям, які здійснюють інвестиційну діяльність, для ефективного управління інвестиціями необхідно:

- розробити систему поточних планів, оперативних бюджетів за основними напрямками інвестиційної діяльності, видами і формами інвестування, пов'язаних із запропонованою інвестиційною стратегією, яка охоплює пріоритетні завдання, які вирішуються в найближчій перспективі;

- провести аналітичну роботу, за результатами якої оперативно і своєчасно приймаються відповідні рішення організаційного, технічного чи фінансового характеру;
- контролювати реалізацію інвестиційних проектів за встановленим регламентом або положенням з управління інвестиціями компанії, виходячи із системи контрольованих показників КРІ, які дозволять оцінити ефективність управління інвестиціями.

8.4. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

8.4.1. Особливості формування та способи управління портфелем цінних паперів

Фінансові інвестиції — це форма використання тимчасово вільного капіталу.

Конкретними формами їх здійснення є:

- 1) вкладення капіталу в дохідні фондові інструменти (акції, облігації та інші цінні папери, що вільно обертаються на ринку);
- 2) вкладення капіталу в дохідні види грошових інструментів, наприклад депозитні сертифікати;
- 3) вкладення капіталу у статутні фонди спільних підприємств з метою отримання не тільки прибутку, а й розширення сфери фінансового впливу на інші суб'єкти господарювання.

До основних фінансових інвестицій відносять акції та облігації. Саме вони є основними інструментами формування капіталу одними підприємствами і напрямами його розміщення для інших.

Сукупні вкладення інвестора в цінні папери розглядають як його портфель. Структура останнього відображає інтереси інвесторів, а також консолідацію ризиків за видами цінних паперів. Це дає змогу розглядати портфель як цілісний об'єкт управління, що передбачає необхідність:

- визначення завдань з управління портфелем;
- розроблення і реалізації стратегії і тактики вирішення цих завдань.

Тип портфеля — це узагальнена його характеристика з урахуванням виду паперів, які входять до нього. Виділяють такі типи портфелів цінних паперів.

- *Портфель зростання* орієнтований на акції, курсова вартість яких швидко зростає. Мета формування портфеля — приріст капіталу інвесторів. Тому власникам портфеля дивіденди виплачуються в невеликому розмірі чи зовсім не виплачуються.

- *Портфель доходу*. Метою його формування є отримання високих поточних доходів. При формуванні такого портфеля відношення стабільно виплачуваного процента та курсової вартості цінних паперів, які входять у цей портфель, вище від ринкового. Відповідно, їх курсова вартість зростає повільніше.

- *Портфель ризикового капіталу*. Це портфель, що складається переважно з цінних паперів молодих компаній агресивного типу, які обрали стратегію швидкого розширення.

• *Збалансований портфель* формується частково з цінних паперів із швидкозростаючим курсом, частково — з високодохідних. У цьому портфелі можуть міститися і високоризикові цінні папери. Метою його є приріст капіталу та отримання високого доходу, відповідно до чого і загальні ризики будуть збалансованими. Такий тип портфеля частіше обирають інвестиційні фонди, оскільки він відповідає меті їхньої діяльності.

• *Спеціалізований портфель*. У ньому цінні папери об'єднані за окремими критеріями (за видом ризиків, видом цінних паперів, галузевою чи регіональною належністю). Наприклад, до складу спеціалізованого портфеля входять: портфель стабільного капіталу і доходу, однорідні портфелі, коротко- і середньострокових депозитних сертифікатів); портфель короткострокових фондів (такий портфель характерний для взаємних фондів грошового ринку); портфель середньо-і довгострокових фондів із фіксованим доходом (сформований, як правило, з облігацій); регіональний чи галузевий портфель; портфель іноземних цінних паперів).

Тип портфеля не є постійним, він змінюється залежно від стану ринку і зміни цілей інвесторів.

Цілі портфельного інвестування можуть бути альтернативними відповідно до різних типів портфелів цінних паперів. Наприклад, якщо ставиться мета отримати високий процент, тоді перевага віддається агресивним портфелям, що складаються із низьколіквідних і високоризикових цінних паперів молодих компаній, спроможних дати високий дохід у майбутньому. Навпаки, якщо найважливішим для інвестора є забезпечення збереженості і зростання капіталу, то до портфеля включаються високоліквідні цінні папери, які емітовані відомими компаніями.

Кожний власник намагається сформувати оптимальний портфель цінних паперів.

Оптимальний портфель цінних паперів — це такий портфель, який відповідав би вимогам підприємства як за дохідністю, так і за ризикованістю, що досягається збільшенням кількості цінних паперів у портфелі.

Основний принцип оптимізації портфеля цінних паперів — це диверсифікація вкладень, тобто придбання різних за інвестиційними якостями типів (видів) цінних паперів з метою зниження ризику втрат і підвищення сукупної прибутковості. Диверсифікація заснована на розбіжностях у коливаннях доходів — цін на об'єкти інвестування. Ризик суттєво знижується, коли активи акціонерного товариства розподіляються між багатьма видами цінних паперів.

Диверсифікація веде до зниження ризику втрат за рахунок того, що можливі низькі доходи за одними цінними паперами будуть компенсовані високими доходами від других фондових цінностей. Мінімізація ризику досягається за рахунок того, що до фондового портфеля включають цінні папери широкого кола галузей економіки. За оцінкою окремих спеціалістів, оптимальна величина фондового портфеля — від 8 до 15 видів різних цінних паперів. Чим більша кількість типів цінних паперів, тим складніше управляти фондовим портфелем.

Загальним правилом для обережних інвесторів, які розподіляють кошти, що вкладаються в різні фінансові активи, є врахування того, що ці активи показали за попередні роки:

— різну тісноту зв'язку кожного фінансового активу із загальноринковими цінами;

— протилежний діапазон коливань цін на фондові цінності всередині портфеля.

Управління портфелем цінних паперів здійснюють відповідно до стратегії інвестора, яка визначається:

- типом і цілями портфеля;
- станом ринку, його активністю, динамікою процентної ставки і курсовою вартістю цінних паперів;
- чинним законодавством (передбаченими пільгами та обмеженнями);
- загальноекономічним станом країни (фазою економічних циклів, рівнем інфляції);
- необхідністю підтримування рівня ліквідності та мінімізації ризиків;
- типом стратегії (коротко-, середньо- і довгострокові).

Управління портфелем цінних паперів включає:

— формування його складу і структури;

— регулювання складу портфеля на основі моніторингу.

Управління формуванням портфеля фінансових інвестицій має особливе значення, тому що єдині підходи для різних підприємств відсутні. Кожне підприємство, що намагається розмістити вільні кошти на фондовому ринку, має власну шкалу оцінки ризику і дохідності. Висока дохідність для одного підприємства може бути низькою для іншого.

У нестабільній економіці України система цілей управління портфелем цінних паперів видозмінюється і може включати:

1) збереження і зростання капіталу відносно цінних паперів із зростаючою курсовою вартістю;

2) придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінити готівку (векселі);

3) доступ через придбання цінних паперів до дефіцитної продукції, майнових і немайнових прав;

4) розширення сфери впливу і перерозподілу власності, створення холдингів, промислово-фінансових груп та інших підприємницьких структур;

5) спекулятивна гра на коливанні курсів в умовах нестабільності фондового ринку;

6) другорядні цілі зондування ринку, страхування від надлишкових ризиків шляхом придбання державних короткострокових облігацій з гарантованим доходом.

Управління портфелем цінних паперів здійснюють через реалізацію таких завдань.

1. Вибір типу портфеля (портфеля, орієнтованого на першочергове отримання доходу за рахунок процентів і дивідендів; чи портфеля, орієнтованого на переважний приріст курсової вартості цінних паперів, що в нього входять).

2. Визначення найприйнятнішого для підприємства ризику, питомої ваги цінних паперів з різними рівнями доходу і ризику. Це завдання розв'язується з урахуванням загального правила, що діє на фондовому ринку: чим вищий потенційний ризик має цінний папір, тим вищий дохід він повинен приносити власникові, і навпаки.

3. Оцінювання ліквідності портфеля (визначення спроможності швидкого перетворення всього портфеля або його частини в грошові кошти з мінімальними витратами на реалізацію цінних паперів); спроможності акціонерного товариства своєчасно погашати свої зобов'язання перед кредиторами, які брали участь у формуванні портфеля цінних паперів (наприклад, перед власниками облигацій).

4. Визначення початкового складу портфеля і його можливих змін з урахуванням кон'юнктури, що склалася на ринку цінних паперів (попиту і пропозицій фондових цінностей).

5. Вибір стратегії подальшого управління фондовим портфелем на основі таких підходів:

а) визначення фіксованої питомої ваги кожного виду цінних паперів у фондовому портфелі протягом місяця. Коливання курсової вартості цінних паперів на фондовому ринку обумовлює необхідність періодично переглядати склад портфеля, щоб зберегти вибрані співвідношення між інвестиційними цінними паперами;

б) дотримання інвестором гнучкої шкали питомої ваги цінних паперів у портфелі. Початково портфель формується на основі вибраних підприємством співвідношень між видами цінних паперів. Надалі ці співвідношення коригуються на основі аналізу ділової ситуації на фондовому ринку й очікуваних змін щодо попиту на цінні папери;

в) активного використання інвестором опціонних і ф'ючерсних контрактів для зміни складу портфеля відповідно до цін на фондовому ринку.

Існує два **способи управління портфелем цінних паперів** — самостійний і трастовий (довірчий).

1. **Самостійний спосіб** — це виконання всіх управлінських функцій, пов'язаних із фондовим портфелем, його утримувачем самостійно.

2. **Трастовий/довірчий спосіб** — передання всіх або більшої частини функцій з управління портфелем другій юридичній особі — трасту (довірчих операцій з цінними паперами). Такою довірчою особою є комерційні банки (їх трастові відділи); трастові компанії, що створюються банками; інвестиційні банки і фонди.

За першого варіанта (способу), коли утримувач фондового портфеля управляє ним самостійно, він зобов'язаний створити спеціальний структурний підрозділ (фондовий відділ), за яким закріплюється управління портфелем.

Завдання фондового відділу акціонерного товариства, пов'язані з управлінням фондовим портфелем цінних паперів, зводяться до такого:

- 1) визначення цілей і типу портфеля;
- 2) розроблення стратегії і тактики управління портфелем;
- 3) оперативне планування руху цінних паперів у межах заданих цілей;
- 4) реалізація операцій, що належать до управління портфелем;
- 5) аналіз і виявлення факторів, що впливають на склад, структуру і динаміку руху цінних паперів, які входять у портфель;

б) прийняття і реалізація практичних рішень, спрямованих на коригування складу і структури формування портфеля.

Поставлені завдання з управління фондовим портфелем цінних паперів впливають на структуру фондового відділу. Прикладом може бути така структура фондового відділу акціонерного товариства (рис. 8.7).



Рис. 8.7. Орієнтовна схема фондового відділу акціонерного товариства

Для підприємств з невеликим фондовим портфелем функції фондового відділу може виконувати один кваліфікований спеціаліст. За іншого варіанта утримувач фондового портфеля довіряє здійснювати управління ним іншій юридичній особі на основі договору довірчого управління майном.

За договором управляти фондовим портфелем акціонерних товариств, страхових компаній, позабюджетних фондів, благодійних і громадських організацій (у разі розміщення ними тимчасово вільних коштів) може траст.

Відповідно до структури сформованого фондового портфеля інвестор може бути агресивним, консервативним чи поміркованим. Агресивний інвестор намагається отримати максимальний дохід від своїх вкладень, тому придбаває акції промислових акціонерних компаній (корпорацій). Консервативний інвестор прагне придбати головним чином облігації і короткострокові цінні папери, які мають невеликий ступінь ризику. За структурою фондовий портфель кожного з інвесторів буде суттєво різнитися (табл. 8.6).

Таблиця 8.6

СТРУКТУРА ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ ІНВЕТОРІВ, %

Види цінних паперів	Портфель агресивного інвестора	Портфель поміркованого інвестора	Портфель консервативного інвестора
Акції	70	45	20
Облігації	20	35	50
Короткострокові папери	10	20	30
Усього	100	100	100

За результатами аналізу структури фондового портфеля приймається управлінське рішення про продаж (купівлю) певних видів цінних паперів. Інвестиційні цінні папери продаються, якщо:

1) вони не принесли необхідного інвестору доходу і не очікується його зростання в майбутньому;

2) виконали покладену на них функцію;

3) з'явилися дохідніші сфери вкладення власних коштів.

У разі купівлі цінних паперів (акцій і облігацій) одного емітента інвестор виходить із такого принципу, як **принцип фінансового левериджу (ФЛ)** — співвідношення між облігаціями і привілейованими акціями, з одного боку, і звичайними акціями — з другого.

$$\text{ФЛ} = \frac{\text{Облігації} + \text{Привілейовані акції}}{\text{Звичайні акції}}. \quad (8.12)$$

Фінансовий леверидж є показником фінансової стійкості акціонерного товариства, що відображається і на дохідності портфельних інвестицій. Високий рівень даного показника (понад 0,5) є загрозовим (небезпечним) для акціонерної компанії, оскільки призводить до її нестабільності.

Приклад 8.1. Акціонерне товариство (АТ) емітувало 25 % облігації на 320 млн грн; привілейовані акції — 100 млн грн з фіксованим дивідендом 30 %; звичайні акції — на 600 млн грн. Акції даного акціонерного товариства мають високий рівень левериджу.

$$\text{ФЛ} = \frac{320 + 100}{600} = 0,7.$$

Чистий прибуток АТ дорівнює 150 млн грн і використовується на сплату:

а) процентів за облігаціями — 80 млн грн ($320 \times 25\%$);

б) дивідендів за привілейованими акціями — 30 млн грн ($100 \times 30\%$);

в) дивідендів за звичайними акціями 40 млн грн ($150 - 80 - 30$).

Якщо чистий прибуток акціонерного товариства зменшиться до 300 млн грн, то воно не зможе сплатити дивіденди за привілейованими і звичайними акціями. Подальше зменшення прибутку призведе до нестачі коштів для виплати процентів за облігаціями. У цьому полягає загроза звичайних акцій з високим рівнем левериджу і виявляється фінансова нестійкість тих акціонерних компаній, у яких є значна сума боргу у вигляді облігацій і привілейованих акцій, що на практиці часто призводить до банкрутства. Тому консервативний інвестор уникає купівлі високоризикових цінних паперів.

8.4.2. Оцінка ефективності фінансових вкладень

Управління портфелем цінних паперів пов'язане з оцінюванням ефективності цінних паперів, які придбаває інвестор.

Ефективність фінансових вкладень оцінюють за такими методичними підходами та моделями:

- ретроспективної оцінки ефективності фінансових вкладень;
- прогнозування економічної ефективності окремих фінансових інструментів;
- базової моделі оцінки поточної вартості облігацій з періодичною виплатою процентів;
- моделі оцінки поточної вартості облігацій з виплатою всієї суми процентів під час її погашення;
- моделі оцінки поточної вартості облігацій, що реалізується з дисконтом без виплати процентів;
- моделі дохідності дисконтних облігацій.

Ретроспективну оцінку ефективності фінансових вкладень здійснюють зіставленням суми отриманого доходу від фінансових інвестицій із середньорічною сумою даного виду активів.

Середній рівень дохідності $DVK_{\text{заг}}$ може змінитися за рахунок структури цінних паперів, що мають різний рівень дохідності P_d , і рівня дохідності кожного виду цінних паперів, придбаних підприємством DVK_i :

$$DVK_{\text{заг}} = \sum (P_d \cdot DVK_i). \quad (8.13)$$

Зміни ДВК за рахунок:

- структури фінансових вкладень

$$\Delta DVK = \sum (\Delta P_d \cdot DVK_{i_0}); \quad (8.14)$$

- рівня дохідності окремих видів інвестицій

$$\Delta DVK = \sum (P_i \cdot \Delta DVK_i). \quad (8.15)$$

Дохідність цінних паперів треба порівнювати з гарантованим доходом, за який береться ставка рефінансування або процент, що отримують за державними облігаціями чи казначейськими зобов'язаннями.

Прогнозування економічної ефективності окремих фінансових інструментів здійснюють за допомогою як абсолютних, так і відносних показників. У першому випадку визначається поточна ринкова ціна фінансового інструмента, у другому — розраховують відносну його дохідність.

Поточна вартість будь-якого цінного папера може бути розрахована за формулою

$$PV_{\text{ф.і.}} = \sum_{n=1} \left(\frac{CF_n}{1+d^n} \right), \quad (8.16)$$

де $PV_{\text{ф.і.}}$ — реальна поточна вартість фінансового інструмента; CF_n — очікуваний грошовий потік, що повернеться в n -му періоді; d — очікувана або необхідна норма дохідності по фінансовому інструменту; n — кількість періодів отримання доходів.

Підставляючи в дану формулу значення очікуваних грошових надходжень, дохідності і тривалості періоду прогнозування, можна розрахувати поточну вартість будь-якого фінансового інструменту.

Якщо фактична сума інвестованих витрат (ринкова вартість) за фінансовим інструментом перевищуватиме його поточну вартість, то інвестору немає сенсу придбавати його на ринку, оскільки він отримає прибуток, менший від очікуваного. Навпаки, утримувачу цього цінного папера вигідно продати його в даних умовах.

Як видно із наведеної формули, поточна вартість фінансового інструменту залежить від трьох основних факторів: очікуваних грошових надходжень, тривалості прогнозованого періоду доходів і необхідної норми прибутку. Межа прогнозування залежить від виду цінних паперів. Для облігацій і привілейованих акцій вона обмежена, а для звичайних акцій дорівнює безкінечності.

Необхідна норма прибутку, що закладається інвестором в алгоритм розрахунку як дисконт, відображає, зазвичай, дохідність альтернативних даному інвестору варіантів вкладення капіталу. Це може бути розмір процентної ставки за банківськими депозитами, рівень процента за державними облігаціями і т. п.

Особливості формування грошового потоку, що повертається за окремими видами цінних паперів, обумовлюють різноманітність моделей визначення їх поточної вартості.

Базова модель оцінки поточної вартості облігацій з періодичною виплатою процентів має такий вигляд:

$$PV_{\text{обл}} = \sum_{n=1}^t \left(\frac{CF_n}{1+d^n} \right) + \frac{N_{\text{обл}}}{1+d^t}, \quad (8.17)$$

де $PV_{\text{обл}}$ — поточна вартість облігацій з періодичною виплатою процентів; CF_n — сума отриманого процента в кожному періоді (добуток номіналу облігації на оголошену ставку процента ($N_{\text{обл}} \cdot k$); $N_{\text{обл}}$ — номінал облігації, що погашається в кінці строку її обігу (t); k — річна купонна ставка процента.

Приклад 8.2. Необхідно визначити поточну вартість п'ятирічної облігації, номінал якої дорівнює 2000 грн і купонна ставка 7 % річних, що виплачується один раз на рік, якщо норма дисконту (ринкова ставка) дорівнює 10 % річних. Звідси

$$PV_{\text{обл}} = \frac{140}{(1+0,1)} + \frac{140}{(1+0,1)^2} + \frac{140}{(1+0,1)^3} + \frac{140}{(1+0,1)^4} + \frac{140}{(1+0,1)^5} + \frac{2000}{(1+0,1)^5} = 1772,5 \text{ грн.}$$

Отже, норма дохідності в 10 % буде забезпечена, якщо купуються облігації за ціною, що дорівнює 1772,5 грн. Якщо ринкова норма дохідності становить 5 %, то поточна вартість облігації дорівнюватиме:

$$PV_{\text{обл}} = \frac{140}{(1+0,05)} + \frac{140}{(1+0,05)^2} + \frac{140}{(1+0,05)^3} + \frac{140}{(1+0,05)^4} + \frac{140}{(1+0,05)^5} + \frac{2000}{(1+0,05)^5} = 2173,2 \text{ грн.}$$

Звідси видно, що поточна вартість облігації залежить від величини ринкової процентної ставки і строку до погашення. Якщо $d > k$, то поточна вартість облігації буде меншою від номіналу, тобто облігація буде продаватися з дисконтом. Якщо $d < k$, то поточна вартість облігації буде більшою від номіналу, тобто облігація продається з премією. Якщо $d = k$, то поточна вартість облігації дорівнює її номіналу.

Отже, якщо дохідність облігації не змінюється протягом строку її обігу, то зі зменшенням терміну погашення величина дисконту або премії падатиме. Ці зміни більш суттєві із наближенням терміну погашення (рис. 8.8).

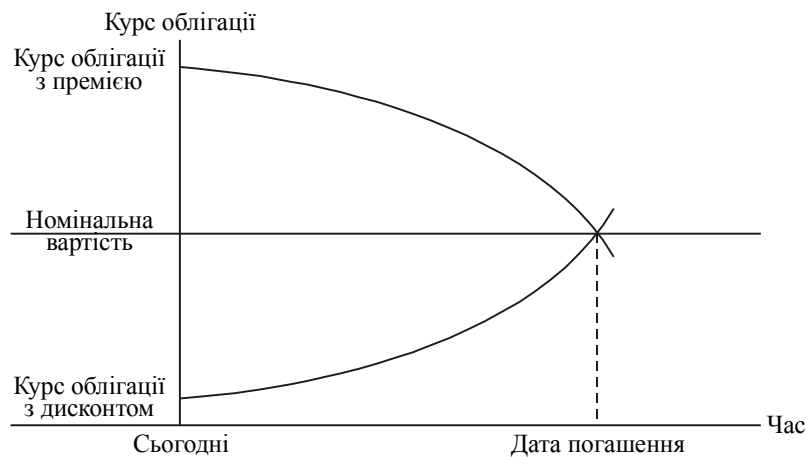


Рис. 8.8. Зміни курсу облігації за час її обігу

Дохід за купонними облігаціями складається, по-перше, з періодичних виплат процентів (купонів), по-друге, з періодів між ринковою і номінальною ціною облігації. Тому для характеристики дохідності купонних облігацій використовують кілька показників:

- а) купонна дохідність, ставка якої оголошується, коли випускається облігація;
- б) поточна дохідність являє собою відношення процентного доходу до ціни купівлі облігації:

$$Y = \frac{N_{\text{обл}} \cdot k}{P} = \frac{2000 \cdot 7\%}{1900} = 7,37\% ,$$

де $N_{\text{обл}}$ — номінал облігації; k — купонна ставка процента; P — ціна купівлі облігації (у даному прикладі — 1900 грн);

в) дохідність до погашення:

$$YTM = \frac{CF + (F - P)/n}{F + P/2} = \frac{140 + (2000 - 1900)/5}{(2000 + 1900)/2} = 8,2\%,$$

де F — ціна погашення; P — ціна покупки; CF — ціна річного купонного доходу за облигацією; n — кількість років до погашення.

Модель оцінки поточної вартості облигацій з виплатою всієї суми процентів при її погашенні:

$$PV = \frac{N + (N \cdot k \cdot n)}{(1 + d)^n} = \frac{2000 + (2000 \cdot 0,07 \cdot 5)}{(1 + 0,1)^5} = 1676,5 \text{ грн.}$$

де $N \cdot k \cdot n$ — сума процентів за облигацією, що виплачується в кінці строку її обігу.

Модель оцінки поточної вартості облигацій, що реалізуються з дисконтом без виплати процентів:

$$PV = \frac{N}{(1 + d)_n} = \frac{2000}{(1 + 0,1)^5} = 1242 \text{ грн.}$$

Модель дохідності дисконтних облигацій:

- за ефективною ставкою процента:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1; \quad (8.18)$$

- за ставкою простих процентів:

$$YTM = \frac{N - P}{P \cdot n} = \frac{100 - P_k}{P_k \cdot n} = \left(\frac{100 - P_k}{P_k} \right) \frac{T}{t}, \quad (8.19)$$

де P_k — курс облигації (відношення ціни покупки до номінальної вартості облигації); T — кількість календарних днів у році; t — кількість днів до погашення облигації.

Приклад 8.3. Необхідно визначити рівень дохідності облигацій до погашення, якщо ціна купівлі — 1625 грн, ціна викупу (номінал) — 2000 грн, термін обігу облигації — 120 днів;

- за ефективною ставкою процента:

$$YTM = \sqrt[0,33]{\frac{2000}{1625}} - 1 = 0,864 = 86,4\%;$$

- за ставкою простих процентів:

$$YTM = \frac{100 - 81 \cdot 25}{81 \cdot 25} \cdot \frac{360}{120} = 69,2\%.$$

Для оцінки поточної вартості акції у разі її використання протягом невизначеного періоду використовують таку модель:

$$PV_{\text{акц}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+d)^t}, \quad (8.20)$$

де $PV_{\text{акц}}$ — поточна вартість акції, що використовується протягом невизначеного періоду часу; D_t — запропонована до отримання сума дивідендів в t -му періоді; d — альтернативна норма дохідності у вигляді десяткового дробу; t — кількість періодів, включених у розрахунок.

Поточна вартість акцій зі стабільним рівнем дивідендів визначається відношенням суми річного дивіденду до ринкової норми дохідності:

$$PV = \frac{D_i}{d} = \frac{200}{0,15} = 1333 \text{ грн.}$$

Для визначення поточної вартості акцій, що використовуються протягом певного строку, застосовується така модель:

$$PV_{\text{акц}} = \sum_{n=1}^t \frac{D_n}{(1+d)^n} + \frac{KB}{(1+d)^t}, \quad (8.21)$$

де KB — курсова вартість акції в кінці періоду її реалізації;
 n — число періодів використання акції.

Приклад 8.4. Номінальна вартість акції — 2000 грн, рівень дивідендів — 25 %, очікувана курсова вартість акції в кінці періоду її реалізації — 2300 грн, ринкова норма дохідності — 20 %, період використання акції — 5 років, періодичність виплати дивідендів — раз на рік:

$$PV_{\text{акц}} = \frac{2000 \cdot 0,25}{(1+0,2)} + \frac{2000 \cdot 0,25}{(1+0,2)^2} + \frac{2000 \cdot 0,25}{(1+0,2)^3} + \frac{2000 \cdot 0,25}{(1+0,2)^4} + \frac{2000 \cdot 0,25}{(1+0,2)^5} + \frac{2300}{(1+0,2)^5} = 2420 \text{ грн.}$$

Дохід від акцій складається із суми отриманих дивідендів і доходів від приросту їх вартості.

Поточна вартість визначається відношенням суми дивідендів за акцією за останній рік до курсової вартості акції:

$$Y_{\text{пот}} = \frac{D}{P_a} \cdot 100\%. \quad (8.22)$$

Курсова вартість акції розраховується у порівнянні з банківською депозитною ставкою rd :

$$P_a = \frac{D}{rd} \cdot 100\%. \quad (8.23)$$

Кінцева дохідність акції Y — це відношення суми сукупного доходу до початкової її вартості:

$$Y = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} = Y_d + Y_c, \quad (8.24)$$

де D_1 — дохід у вигляді отриманих дивідендів; P_1 — ринкова ціна акції на поточний момент, за якою вона може бути реалізована; P_0 — ціна купівлі акції; Y_d — дивідендна дохідність акції; Y_c — капіталізована дохідність акції.

Приклад 8.5. Припустимо, що підприємство придбало три роки тому пакет акцій за ціною 20 тис. грн за кожну. Поточна ринкова ціна акції становить 32 тис. грн, а сума отриманих дивідендів на одну акцію за цей період — 2,5 тис. грн. Розрахуємо її дохідність:

$$Y' = \frac{2,5 + (32 - 20)}{20} = \frac{2,5}{20} \times 100 + \frac{32 - 20}{20} \times 100 = 12,5 + 60 = 72,5\% .$$

Використовуючи наведені моделі, можна порівняти вигідність інвестицій у різні фінансові інструменти і вибрати оптимальний варіант інвестиційного портфелю.

На рівень дохідності інвестицій у конкретні цінні папери впливають такі чинники:

- зміна рівня процентних ставок на грошовому ринку позичкових капіталів і курсу валют;
- ліквідність цінних паперів, визначена часом, який необхідний для конвертації фінансових інвестицій у готівку;
- рівень оподаткування прибутку і приросту капіталу для різних видів цінних паперів;
- розмір трансакційних витрат, пов'язаних з процедурою купівлі-продажу цінних паперів;
- частота і час надходження процентних доходів;
- рівень інфляції, попиту, пропозиції та ін.

8.5. ФІНАНСОВА КОМУНІКАЦІЯ ТА ІНВЕСТОР РИЛЕЙШНЗ В УПРАВЛІННІ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Термін «комунікація» (від лат. *communis* — спілкуватися) означає спільну діяльність учасників комунікації (комунікантів), у процесі якої виробляється єдиний (до певної межі) погляд на ті або інші події чи об'єкти.

Фінансова комунікація — це заходи підприємства, спрямовані на інформаційне забезпечення фінансово-інвестиційних рішень учасниками ринку капіталів.

У результаті заходів із фінансової комунікації зацікавлені сторони мають сформувані певне уявлення про фінансову ситуацію на підприємстві та перспектив зміни його вартісних параметрів.

Цей напрям фінансово-економічної роботи включає складання специфічних видів звітності, зокрема, звіту про вартість підприємства, розрахунок та оприлюднення фінансових показників, які мають визначальне значення для прийняття інвестиційних рішень, комплекс заходів із забезпечення прозорості фінансово-господарської діяльності з одночасним відокремленням фінансової інформації, яка має ознаки комерційної таємниці.

Важливою характеристикою фінансової комунікації є забезпечення зворотного зв'язку з ринком капіталів. Зворотний зв'язок дає можливість керівництву визначити реальне місце підприємства на ринку, не обмежуючись думкою і впливом окремих ключових інвесторів.

Таким чином, суб'єктами фінансової комунікації є як зовнішні (інвестори, фінансові посередники, фінансові аналітики та медіа), так і внутрішні (менеджмент, персонал) цільові групи.

Фінансова комунікація — це складова інформаційно-комунікаційної політики підприємства. Однією з основних форм здійснення фінансової комунікації підприємства є *Investor Relations* (*інвестор рилейшнз*)¹. Слід зазначити, що єдиного визначення терміна «інвестор рилейшнз» не існує, оскільки теоретична база фінансової комунікації перебуває на стадії становлення.

Фінансова комунікація підприємства — це комунікація з інвесторами (банками, приватними та інституційними інвесторами, фінансовими аналітиками, рейтинговими агенціями, фондовими біржами тощо), а також комунікація з державними органами та іншими групами інтересів, які мають відношення до підприємства (постачальники, споживачі, страхові компанії тощо).

Отже, інвестор рилейшнз має бути спрямований на вирішення проблематики інформаційної асиметрії між суб'єктами фінансових відносин. Пріоритетами ІР є інформаційне забезпечення нинішніх і потенційних власників корпоративних прав, налагодження довірливих відносин з банками, постачальниками, клієнтами, страховими компаніями.

У більшості керівників корпорацій термін інвестор рилейшнз асоціюється з наданням фінансової інформації акціонерам публічних компаній. Однак сучасна практика відносин з інвесторами має ширший зміст, ніж просто надання інформації акціонерам.

За визначенням Національного інституту зі зв'язків з інвесторами США (NIRI), **відносини з інвесторами** — це стратегічна функція керівництва компанії, що поєднує фінансову, комунікаційну і маркетингову складові, метою якої є забезпечення інвестиційної спільноти точним відображенням поточного стану справ і перспектив розвитку компанії.

Враховуючи основні завдання, які ставляться перед інформаційно-комунікаційною політикою, такі як підвищення вартості компанії та ринкової капіталізації, зниження ціни залучення капіталу та покращення структури капіталодавців, підвищення інвестиційної привабливості, — фінансову комунікацію можна вважати інструментом стратегічного фінансового менеджменту.

¹Інвестор рилейшнз (ІР) у перекладі з англійської означає «відносини з інвестором» і позначається також як «фінансові відносини» або «фінансовий PR».

Вплив інформаційно-комунікаційної політики на фінанси підприємств виявляється переважно через зменшення витрат на залучення власного капіталу.

Завдання зменшення вартості залучення капіталу тісно корелює із завданням збільшення вартості підприємства, відповідно, підвищення ринкового курсу корпоративних прав підприємства. Отже, позитивні ефекти фінансової комунікації вимірюються у зменшенні ціни залучення власного капіталу, підвищенні вартості корпоративних прав підприємства та ринкової вартості підприємства в цілому.

Завдяки фінансовій комунікації можна реалізувати комплекс переваг (для підприємства-емітента, його власників, потенційних інвесторів), що пов'язані з публічним розміщенням цінних паперів на фінансових ринках (ІРО).

Домінуючою мотивацією здійснення ІРО є підвищення ринкової вартості компанії та залучення фінансових ресурсів на сприятливих умовах. Для стабілізації курсу щойно розміщених акцій у перші тижні їх обігу на фондовому ринку, менеджер розміщення (емісійний банк) та компанія-емітент має забезпечити ряд стабілізаційних заходів, до яких у першу чергу відноситься активна інформаційно-комунікаційна робота.

Для оцінки зв'язку між фінансовою комунікацією як елементом корпоративного управління та показниками оцінки ефективності діяльності підприємства слід вирішити два завдання:

- провести кількісну оцінку якості фінансової комунікації;
- підібрати адекватний критерій оцінки ефективності діяльності компанії.

Результати дослідження основних засад управління вартістю компанії дають підстави стверджувати, що найадекватнішим показником, що характеризує результати діяльності підприємства, є приріст його вартості. Для обґрунтування цієї тези скористаємося наступною логікою. Не підлягає сумніву та обставина, що інвестори вважатимуть підприємство ефективно працюючим лише у тому разі, якщо доходи за відповідними вкладеннями будуть зростати згідно з їх очікуваннями.

Причому раціонально діючий інвестор прагне максимізувати свої доходи за інвестиціями в довгостроковому періоді. Ці доходи включають дивіденди, курсові різниці та інші виплати на користь власників підприємства (безоплатні акції, доходи від реалізації переважних прав). Водночас позитивна курсова різниця можлива лише у разі приросту ринкової вартості компанії.

Таким чином, основним фактором прийняття рішення інвесторами щодо вкладання коштів у підприємство, а також пріоритетним критерієм оцінки ефективності діяльності менеджменту та суб'єкта господарювання в цілому мають бути показники доданої вартості. У зазначених показниках знаходять своє вираження як очікувані доходи від володіння акціями підприємства, так і можливі ризики інвестування коштів у відповідні цінні папери¹.

Для підприємств, корпоративні права яких мають обіг на фондовому ринку пріоритетним, є *показник ринкової капіталізації*, оскільки саме він — основний індикатор зростання доходів інвесторів. Рівень інформаційної прозорості є

¹Батенко Л. П. Управління проектами: навч. посібник. / Батенко Л. П., Загородніх О. А., Ліщинська В. В. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 112.

одним із факторів, яким можна пояснити розбіжності в динаміці показників ефективності підприємства, розраховані на базі показників звітності, з показниками ринкової капіталізації.

Таким чином, можна стверджувати, що існує високий рівень залежності між інформаційною відкритістю підприємства і поведінкою фінансових аналітиків, професійних інвесторів і фінансових посередників. Що краща фінансова комунікація, тим точнішими будуть прогнози щодо майбутніх результатів діяльності емітента, тим активніше буде стимулюватися попит на корпоративні права відповідного емітента.

Низький рівень інформаційної прозорості підприємства може інтерпретуватися учасниками ринку капіталів як свідчення незадовільного фінансового стану та високого ризику інвестування коштів, оскільки компанії, з поганими фінансовими кондиціями схильні до меншої транспарентності та інформаційної закритості.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 8

Інвестиції — це грошові кошти, цінні папери, інше майно, що вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності з метою отримання прибутку або досягнення іншого корисного ефекту.

Інвестиційна діяльність — це діяльність, пов'язана з вкладенням коштів у об'єкти інвестування з метою отримання доходу (ефекту). Інвестиції можуть здійснюватися у різних формах: за об'єктами вкладення коштів виділяють реальні і фінансові інвестиції; за метою інвестування розрізняють прямі і портфельні інвестиції.

Процес управління інвестиційною діяльністю включає етапи визначення загальної стратегії інвестування, постановку цілей інвестиційної діяльності, їх обґрунтування, а також вибір напрямів інвестицій та оцінку їх ефективності.

Під час здійснення своїх функцій фінансовий менеджер підприємства стикається з необхідністю прийняття інвестиційних і фінансових рішень. Приймаючи інвестиційне рішення, фінансовий менеджер обирає довгострокові активи, здатні приносити дохід у майбутньому. У процесі прийняття інвестиційних рішень менеджер вирішує такі основні завдання: оцінювання інвестиційних можливостей (альтернатив) з точки зору дохідності, часу і ризику; формування інвестиційного портфеля, тобто оптимального набору проектів в рамках очікуваного бюджету.

Фінансове рішення менеджера в рамках управління інвестиційною діяльністю — це рішення про те, за рахунок яких джерел слід фінансувати бізнес, звідки брати кошти для здійснення інвестиційних проектів. Обґрунтування довгострокових фінансових рішень включає опис фінансових можливостей (альтернатив) і їх оцінку з позицій дохідності, часу і ризику для формування оптимальної структури капіталу проекту.

Реалізація будь-якого інвестиційного проекту передбачає обґрунтування стратегії фінансування, аналіз альтернативних методів і джерел фінансування, ретельну розробку схеми фінансування. Прийнята схема фінансування повинна забезпечити: достатній обсяг інвестицій для реалізації інвестиційного проекту в цілому і на кожному кроці розрахункового періоду; оптимізацію структури джерел фінансування інвестицій; зниження капітальних витрат і ризику інвестиційного проекту.

Фінансовий менеджер повинен забезпечити узгодження загального обсягу надходження коштів із загальним обсягом інвестиційних витрат за періодами виконання робіт та рівномірність надходження коштів відповідно до календарного плану здійснення робіт.

Особливостями портфеля реальних інвестиційних проектів є висока капіталомісткість, низька ліквідність, високий ризик. Портфель цінних паперів характеризується, з одного боку, вищим ступенем ліквідності і керованості, а з другого — підвищеними інфляційними ризиками і обмеженим впливом на дохідність.

До основних факторів, що визначають формування фондового портфеля, відносять пріоритети цілей інвестування, рівень диверсифікації інвестиційного портфеля, необхідність забезпечення необхідної ліквідності портфеля, рівень і динаміку процентної ставки, рівень оподаткування доходів за різними фінансовими інструментами.

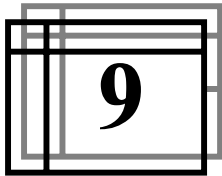
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Як визначаються інвестиції в Законі України «Про інвестиційну діяльність»?
2. Назвіть форми інвестицій за П(С)БО, Податковим кодексом України та Законом України «Про інвестиційну діяльність».
3. Назвіть класифікаційні ознаки інвестицій та їх види.
4. Охарактеризуйте рівні та етапи управління реальними інвестиціями.
5. Назвіть основні етапи процесу управління реальними інвестиціями.
6. Дайте визначення інвестиційного проекту та вкажіть їх види.
7. Назвіть джерела фінансування інвестиційних проектів.
8. У чому полягають особливості проектного фінансування інвестицій?
9. За якими критеріями можна здійснювати оцінку ефективності вкладень у інвестиційний проект?
10. Що таке фінансова модель проекту і який алгоритм її розробки?
11. Яка роль фінансового контролінгу в реалізації інвестиційного проекту?
12. Що розуміють під типом портфеля цінних паперів?
13. Чим відрізняється структура фондового портфеля агресивного, консервативного та помірнього інвесторів?
14. За якими показниками прогнозують економічну ефективність фінансових інвестицій?
15. Які чинники обумовлюють рівень дохідності портфельних інвестицій?

ЛІТЕРАТУРА

1. Боярко І. М. Інвестиційний аналіз: навч. посіб. / Боярко І. М., Гриценко Л. Л. — К.: Центр учбової літератури, 2011. — 400 с.

2. *Майорова Т. В.* Інвестиційна діяльність: [підруч. для студ. вищ. навч. закл.] / Т. В. Майорова. — К.: Центр учбової літератури, 2009. — 472 с.
3. *Боди Цви.* Інвестиції: учебник / Цви Боди, Алан Дж. Маркус, Алекс Кейн ; [пер. с англ. Е. Мельник]. — М.: Олимп-Бизнес, 2013. — 994 с.
4. *Фінанси підприємств: проблеми і перспективи: монографія: у 3 т. / М-во освіти і науки України, Київський нац. ун-т технологій та дизайну ; [М. Д. Білик, С. В. Захарін, Р. І. Заворотній, О. П. Квасова та ін.] ; за ред. М. Д. Білик.* — К.: ПанТот, 2012. — Т. 2: Фінансові аспекти інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств. — 277 с.
5. *Силантьєв С. О.* Похідні фінансові інструменти: теоретичні та прикладні аспекти: монографія / С. О. Силантьєв ; М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ДВНЗ «Київський нац. екон. ун-т імені Вадима Гетьмана». — К.: КНЕУ, 2012. — 310 с.
6. *Савчук В. П.* Управління міжнародними інвестиційними проектами: навч. посібник / В. П. Савчук, С. І. Прилипко, О. Г. Величко ; за заг. ред. С. І. Прилипка. — К.: КНЕУ, 2013. — 470 с.
7. Методичні рекомендації з розроблення інвестиційного проекту, для реалізації якого може надаватися державна підтримка: затверджені Наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України 13.11.2012 № 1279.



Розділ

9

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Вивчивши матеріал цієї теми, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- актуальні трактування ризику і його зв'язку з невизначеністю;
- сучасні стандарти організації практики ризик-менеджменту;
- таксономію гетерогенної сукупності ідентифікованих видів ризиків підприємства, що формують його індивідуальний ризиковий профіль;
- основні індикатори кількісного оцінювання рівня фінансового ризику, що характеризує ризиковий профіль окремої господарської операції чи підприємства загалом;
- систематизацію сукупності основних способів (стратегій) реагування підприємства на виявлені ризики та їх базові характеристики тощо.

Успішно засвоївши матеріал цієї теми, ви ВМІТИМЕТЕ:

- аналізувати середовище проведення господарської операції (діяльності підприємства загалом) з метою виявлення та ідентифікації індивідуальних ризиків;
- тлумачити основні поняття та категорії в системі організації та провадження практики управління фінансовими ризиками;
- кількісно оцінювати характеристики індивідуального ризику та здійснювати їх агрегацію для визначення;
- інтерпретувати результати кількісного оцінювання ризиків і розробляти та обґрунтовувати способи реагування підприємством на ризик, що оцінювався;
- прогнозувати наслідки реагування підприємства на ризик та оцінювати ефективність такого реагування.

Основні терміни та поняття

V@R

Аналіз ризиків

Арбітраж

Арифметична середня

Безризикова дохідність

Геометрична середня
Деривативи
Ідентифікація ризиків
Номинальна ставка
Оптимальний хедж
Опціон
Оцінка ризиків
Премія за ризик
Реагування на ризик
Ризикова подія
Ризиковий профіль
Ризикові апетити
Своп
Спотовий ринок
Толерантність ризику
Ф'ючерс
Форвард
Форвардний ринок
Цикл ризик-менеджменту

9.1. РИЗИКИ У ФІНАНСОВО-ГОСПОДАРСЬКІЙ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Адекватність та ефективність моделі фінансового менеджменту на підприємстві, її відповідність потребам ринкового середовища передбачає органічну інтеграцію в структуру такої моделі функціонально-організаційного блоку, на який буде покладено завдання управління сукупністю ризиків, що виникають у процесі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання. При цьому управління такими ризиками спрямоване насамперед на забезпечення *стабільності фінансово-господарської діяльності* суб'єкта господарювання у просторі та часі, а також підтримання належного рівня його конкурентоспроможності у коротко- і довгостроковій перспективах.

Досягнення таких цілей можливе за умови виконання таких вимог, зокрема:

- належне обґрунтування управлінських фінансових рішень та ідентифікації господарських ризиків, пов'язаних із такими рішеннями;
- оцінювання рівня ризику, який пов'язаний із реалізацією господарських операцій і/або їх сукупністю;
- визначення та аналіз взаємозв'язку між ідентифікованим ризиком та іншими параметрами фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- обґрунтування доцільності прийняття ризику і розрахунок максимальної величини утримання ризику;
- пошук методів нейтралізації ризику та оцінювання їх ефективності для кожної окремої господарської операції і/або їх сукупності;
- забезпечення уникнення, покриття або ж перерозподілу ризиків підприємницької діяльності суб'єкта господарювання у просторі та часі;

- оцінювання ефективності діяльності фінансового менеджера підприємства щодо управління ризиками.

Джерелом усієї сукупності ризиків, що формуються в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання, є будь-яке управлінське фінансове рішення про різні господарські операції, яка здійснюється в рамках згаданих вище напрямів діяльності підприємства. Тому управління ризиками є об'єктивною необхідністю та обов'язковою умовою ефективності моделі фінансового менеджменту на підприємстві.

При цьому управління ризиками забезпечує узгодженість фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання за такими напрямками, як операційна та інвестиційна діяльність, фінансування та фінансовий контролінг (рис. 9.1), які в сукупності і формують систему фінансового менеджменту на підприємстві.

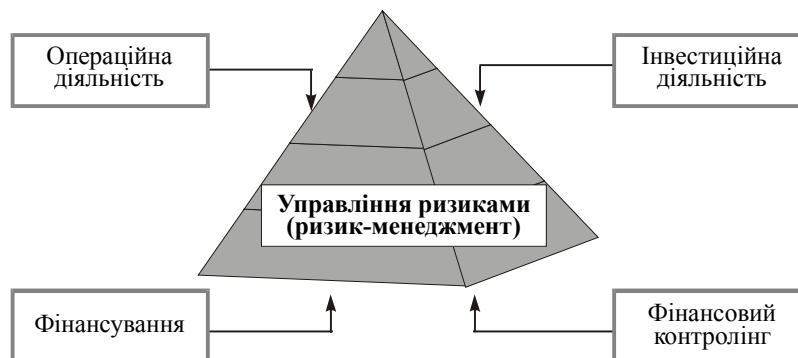


Рис. 9.1. Місце ризиків у функціонально-організаційній структурі фінансового менеджменту

Трансформація результативності моделі управління фінансовими ризиками підприємства в її ефективність у ринкових умовах господарювання безпосередньо залежить від рівня адекватності фінансово-математичного, інформаційно-методологічного, а також нормативно-правового забезпечення такої моделі специфічним потребам фінансового менеджменту на конкретному підприємстві.

Під поняттям «забезпечення моделі управління ризиками (операційними, інвестиційними та фінансовими)» необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів, механізмів збору, первинного зведення, узагальнення та обробки фінансової інформації з метою покриття потреб виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації господарських ризиків у рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання.

Отже, можна стверджувати, що ефективне забезпечення моделі управління фінансовими ризиками передбачає, зокрема, вирішення таких проблемних питань:

- аналіз умов виникнення і формування комерційних ризиків та визначення факторів, що зумовлюють їх абсолютну величину;

- класифікація комерційних ризиків та їх взаємозв'язок із фінансово-господарською діяльністю суб'єкта господарювання;
 - формулювання критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень щодо господарських операцій, які характеризуються наявністю ризику (невизначеності);
 - формулювання концепції управління ризиками суб'єкта господарювання, що відповідає потребам його фінансово-господарської діяльності.
- Зупинимося на визначених проблемах детальніше.

9.1.1. Умови виникнення ризиків

Здійснення підприємницької діяльності (причому незалежно від того, чи це господарські операції в рамках операційної, інвестиційної чи фінансової діяльності) нерозривно пов'язано з таким явищем, як невизначеність, тобто об'єктивною неспроможністю спрогнозувати майбутні наслідки здійснення підприємством тієї чи іншої господарської операції зі сто відсотковою достовірністю.

Однак це не є підставою для відмови від зорієнтованих на перспективу напрямів управління фінансами суб'єктів господарювання. При цьому слід чітко усвідомлювати, що, наприклад, планування і прогнозування є об'єктивною необхідністю побудови ефективної моделі фінансового менеджменту на підприємстві. Наявність ефекту невизначеності та її вплив на формування сценарію фінансово-господарської діяльності підприємства не означає, що суб'єктам господарювання не доцільно здійснювати її планування і прогнозування на поточний та майбутні періоди. Навпаки, управління невизначеністю у фінансово-господарській діяльності підприємства потребує формулювання прогнозів та обґрунтування планових величин з метою забезпечення стабільності його діяльності у коротко- і довгостроковому періодах.

Невизначеність у процесі здійснення господарських операцій свідчить про наявність імовірності відхилення кінцевого результату від очікуваної величини. Таке відхилення може мати як позитивний, так і негативний ефект. Імовірність виникнення будь-яких відхилень (незалежно від того, позитивне чи негативне таке відхилення) від очікуваного рівня фінансово-економічних показників та індикаторів заведено визначати як ризик, що дає змогу стверджувати таке.

Невизначеність, притаманна реалізації тих чи тих господарських операцій підприємства, формує його сукупний ризик.

Сукупний ризик підприємства складається з системи окремих видів ризиків, що дає змогу сформулювати основні напрями моніторингу моделлю управління ризиками фінансово-господарської діяльності підприємства для мінімізації негативного впливу комерційних ризиків — відстеження ризиків:

- за структурними підрозділами підприємства;
- за основними (внутрішніми та зовнішніми) господарськими зв'язками підприємства;
- за основними видами ризиків (див. розділ 9.1.2);
- за центрами локалізації ризиків;

— за рівнем взаємозв'язку і взаємозалежності окремих ризиків і центрів їх локалізації;

— за впливом зовнішніх факторів ризику (які формують системний ризик за класифікацією Марковіца).

Організація та реалізація такого моніторингу дає можливість керівництву підприємства забезпечити збереження та підвищення його ринкової вартості (і, відповідно, достатку акціонерів), виділити та реалізувати диференціальні та конкурентні ринкові переваги, пом'якшити конфлікт інтересів (наприклад, менеджери-акціонери, підприємство-ринок), зменшити ризик неплатоспроможності підприємства та його дефолту. Такі можливості, пов'язані з моделлю управління ризиками, реалізуються за рахунок мобілізації внутрішньофірмових резервів з удосконалення процесу прийняття і підтримки управлінських фінансових рішень.

Існування невизначеності під час прийняття управлінських фінансових рішень, а також ризику, що пов'язаний із їх виконанням, обумовлює необхідність формування адекватної системи виявлення, ідентифікації, оцінювання та нейтралізації відповідних ризиків у фінансово-господарській діяльності підприємства — моделі управління ризиками (або ризик-менеджменту¹ — risk management).

Ефективність моделі управління ризиками передбачає чітке усвідомлення основних функціонально-організаційних питань, пов'язаних із практичним використанням такої моделі. Її впровадження потребує:

- групування та локалізації господарських операцій за центрами формування ризиків з метою наступного їх аналізу;
- виявлення та ідентифікації ризиків підприємства за видами його діяльності, а також відповідно до основних критеріїв, визначених корпоративною стратегією підприємства;
- структурування сукупного ризику суб'єкта господарювання, а також виділення основних його видів (відповідно до специфіки та реалій фінансово-господарської діяльності підприємства²);
- обґрунтування використання фінансово-математичних моделей та методів кількісного оцінювання рівня ризику та підтримки управлінських фінансових рішень;
- визначення доцільності використання окремих фінансових показників і коефіцієнтів для аналізу конкретного виду ризику;
- визначення і зведення основних критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності;
- формулювання критеріїв моніторингу ризику та оцінки результативності управління даним ризиком, групою ризиків.

¹ У вітчизняній фінансовій літературі широко використовуються обидва терміни. Зважаючи на їх ідентичність і з метою уникнення двозначності, надалі автор вважає за доцільне використовувати один із названих термінів — «управління ризиками». При цьому заміна одного терміна на інший на зміст матеріалу не впливає.

² Робиться припущення, що окремий суб'єкт господарювання у практиці фінансово-господарської діяльності стикається з ризиками, які можуть бути кваліфіковані як загальні (притаманні більшості підприємств), так і специфічні (притаманні окремим підприємствам залежно від їх галузі, місця розташування та інших специфічних факторів).

Практична реалізація зазначених критеріїв спирається насамперед на систематизацію та структурування сукупного ризику підприємства за окремими видами ризиків як базових об'єктів управління з боку фінансового менеджера такого підприємства.

9.1.2. Види ризиків та їх характеристика

Об'єктивна необхідність дослідження та вивчення сукупного ризику підприємства пояснюється тим фактом, що будь-яка його операційна, інвестиційна та фінансова діяльність у ринковому середовищі здійснюється виключно в умовах загрози формування негативних (або ж неочікуваних позитивних) фінансово-економічних результатів — скорочення прибутків (формування збитків), падіння ринкової вартості підприємства або, у найгіршому випадку, оголошення неплатоспроможності підприємства із подальшою його ліквідацією за процедурою банкрутства.

Це дає змогу говорити про існування своєрідних центрів формування ризиків (аналогічно до центрів затрат або центрів доходів підприємства), на основі яких можна структурувати три узагальнюючі рівні (напрями) центрів формування ризику (рис. 9.2).

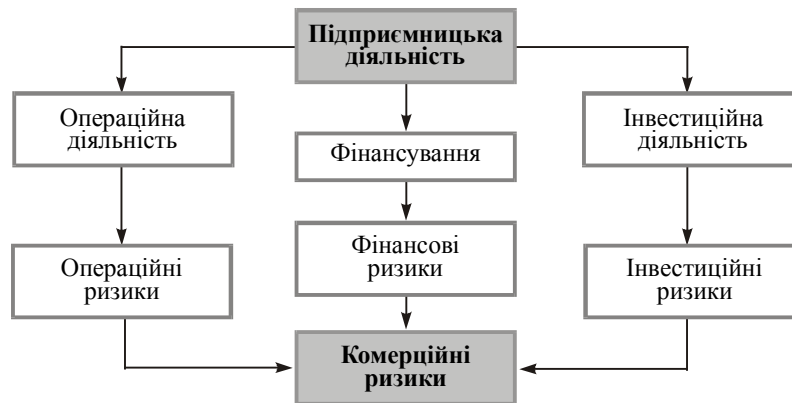


Рис. 9.2. Місце ризиків у функціонально-організаційній структурі фінансового менеджменту

Центр формування ризику підприємства — це системоутворююча сукупність факторів формування невизначеності в його підприємницькій діяльності під час здійснення господарських операцій у рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, їх якісних характеристик, а також визначення основних їх кількісних параметрів.

Формування класифікаційних ознак на основі наведеного вище структурування ризиків підприємства дає змогу виділити такі основні види (групи) ризиків:

- **операційний ризик**, формування якого притаманне господарським операціям, які реалізуються в межах операційної діяльності підприємства;
- **інвестиційний ризик**, формування якого притаманне господарським операціям, які реалізуються в межах інвестиційної діяльності підприємства;
- **фінансовий ризик**, формування якого притаманне господарським операціям, які реалізуються в межах фінансової діяльності підприємства.

Відповідно, *сукупний ризик підприємства* відповідатиме сумарній величині ризиків за кожним центром (напрямом) їх формування¹ — операційного, інвестиційного та фінансового ризиків. Так, *операційні ризики* формуються як наслідок прийняття управлінських рішень, пов'язаних зі здійсненням основної діяльності, у тому числі господарські операції у виробничій сфері, у постачанні сировини, збуті готової продукції, розміщенні активів. У свою чергу, *інвестиційний ризик* отримання збитків формується під час здійснення сукупності господарських операцій з придбання та продажу довгострокових (необоротних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів. Відповідно, сукупність управлінських рішень щодо покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності та формування структури капіталу підприємства пов'язана із формуванням *фінансових ризиків*.

Класифікацію ризиків суб'єкта господарювання на основі інших критеріїв визначення центрів формування ризиків наведено в табл. 9.1.

Таблиця 9.1

КЛАСИФІКАЦІЙНА СУКУПНІСТЬ РИЗИКІВ ПІДПРИЄМСТВА

Критерій	Види ризиків	Фактори формування
Підконтрольність підприємству (за Г. Марковіцем ²)	Системний ризик	Ризик, що визначається зовнішніми, незалежними від підприємства факторами
	Несистемний ризик	Ризик, величина якого визначається факторами, що є специфічними для даного підприємства
Позиціонування у ринковому середовищі (детальна локалізація ризиків)	Операційний ризик	Розміщення активів підприємства та їх структура
	Кредитний (процентний) ризик	Структура формування пасивів підприємства
	Ринковий ризик	Зміна ринкової позиції підприємства
	Діловий ризик	Організація виробничого процесу (зміна обсягів виробництва або операційної маржі)

¹ Аналіз особливостей підтримки управлінських фінансових рішень за кожним видом діяльності підприємства виходить за рамки даного розділу, який присвячений висвітленню функціонально-організаційних особливостей управління ризиками як наслідками кожного із вказаних видів діяльності.

² Markowitz H. Portfolio Selection / Markowitz H. // Journal of Finance. — 1952. — Vol. 7(1). — P. 77—91.

Закінчення табл. 9.1

Критерій	Види ризиків	Фактори формування
Форма ведення підприємством фінансово-господарської діяльності ¹	Діловий (операційний) ризик	Коливання абсолютної величини чистого доходу та руху грошових коштів
	Фінансовий ризик	Неспроможність підприємства обслуговувати власні зобов'язання перед третіми особами та ймовірність оголошення підприємства банкрутом
	Валютний ризик	Притаманний підприємствам, що ведуть фінансово-господарську діяльність у кількох країнах та у своїх розрахунках використовують принаймні дві валюти
	Політичний ризик	Притаманний підприємствам, що ведуть фінансово-господарську діяльність у кількох країнах, і формується внаслідок наявності відмінностей та зміни політичного клімату ведення підприємницької діяльності
Джерело формування портфельного ризику ²	Систематичний ризик	Частина ризику, що формується під дією виключно загальноринкових факторів
	Активний ризик	Частина ризику, що не може бути пояснена за рахунок загальноринкових факторів

Слід наголосити, що ризик, пов'язаний із будь-якими управлінськими фінансовими рішеннями, зводиться переважно до кількісної оцінки впливу невизначеності на фінансування суб'єкта господарювання — покриття його потреби у капіталі.

Такий підхід дає змогу говорити, що сукупність операційних, інвестиційних і фінансових ризиків з достатнім рівнем достовірності можна звести до системи фінансових ризиків як невизначеності щодо забезпечення адекватності активів підприємства його зобов'язанням перед власниками та кредиторами. Це дає можливість у певний спосіб спростити процес формулювання та обґрунтування критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень на рівні керівництва підприємства, оскільки такі критерії доцільно виражати у вартісному еквіваленті або принаймні у фінансових категоріях.

¹ Подається за: Ли Черг Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ли Черг Ф., Финнерти Джозеф И.; [пер. с англ.]. — М.: Инфра-М, 2000. — XVIII. — С. 142—226.

² Roger G. Clarke. Risk llocation versus Asset Allocation: Improving the optimal allocation between risk and return / Roger G. Clarke, Harindra de Silva, and Brett Wander // The Journal of Portfolio Management, Fall. — 2002. — Pp. 9—30.

9.1.3. Критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності

Обґрунтування, прийняття та виконання управлінських фінансових рішень у рамках моделі управління ризиками суб'єкта господарювання має відповідати певним критеріям, що корелюють із відповідними цілями фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, зафіксованими у його статутних документах, а також з його корпоративною та фінансовою стратегіями.

Так, перш ніж структурувати критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності, доцільно нагадати **основні цілі підприємницької діяльності**, яким має бути підпорядкована операційна, інвестиційна та фінансова діяльність суб'єкта господарювання. До цих критеріїв заведено відносити:

- максимізація ринкової вартості підприємства і, відповідно, достатку власників;
- підтримання конкурентоспроможності підприємства у коротко- і довгостроковому періодах;
- забезпечення належного рівня ліквідності та платоспроможності підприємства для попередження його фінансової неспроможності;
- підтримання цільового (планового) рівня прибутковості фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;
- підтримання інвестиційної привабливості підприємства.

Порівнюючи особливості узгодження загальних цілей фінансово-господарської діяльності підприємства з умовами невизначеності ринкового середовища, необхідно усвідомлювати, що врахування фактора невизначеності у процесі підтримки управлінських фінансових рішень пов'язане з об'єктивною необхідністю введення ряду додаткових критеріїв. При цьому критерій прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності являє собою формалізацію причинно-наслідкових зв'язків між складовими процесу прийняття управлінських фінансових рішень з метою забезпечення взаємоузгодженості таких елементів.

Реалізація таких критеріїв, сукупність яких є органічною складовою моделі управління ризиками підприємства, потребує їх належного узгодження із формалізованою системою цілей і завдань моделі управління ризиками як функціонально-організаційного блоку фінансового менеджменту.

Водночас об'єктом застосування згаданих критеріїв є якісні та кількісні параметри управлінських фінансових рішень, які приймаються щодо управління виявленими ризиками.

Виходячи з наведених вище цілей фінансово-господарської діяльності підприємства, а також особливостей формалізації специфічних критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень, можна визначити сукупність таких критеріїв, до яких треба віднести:

- виявлення всіх можливих факторів формування відхилення від цільового значення фінансового показника та їх локалізація за видами ризиків;
- визначення впливу виявлених ризиків на факторні та результуючі фінансові показники та індикатори, а також кількісне оцінювання ризиків;

- реінжиніринг господарської операції, пов'язаної з виявленою сукупністю ризиків з метою приведення абсолютної величини ризику підприємства до прийняттого рівня (наприклад, мінімізація ризику);
- забезпечення зіставності рівня ризику та величини цільового показника, що визначається параметрами корпоративної та фінансової стратегій підприємства;
- максимізація абсолютної або відносної величини цільового показника.

Адекватна формалізація згаданих критеріїв у кожному конкретному випадку безпосередньо залежить від концепції організації управління ризиками, що потребує приділення останнім окремої уваги.

9.1.4. Сучасні концепції організації управління ризиками

Реалізація моделі управління ризиками суб'єкта господарювання має базуватися на науково обґрунтованих моделях і концепціях. Водночас сучасна фінансова теорія у галузі корпоративних фінансів однозначно не дає відповіді, яка із розроблених концепцій найефективніша. Крім того, останні результати численних досліджень як західних, так і вітчизняних науковців доводять, що існуючі концепції, окремі моделі чи їх модифікації можуть вважатися ефективними (порівняно з іншими моделями) лише за певних умов¹.

Ці результати дають змогу нам стверджувати таке.

1. Доцільність вибору фінансовим менеджментом підприємства тієї чи іншої концепції або моделі визначається специфікою фінансово-господарської діяльності такого суб'єкта господарювання. Крім того, у більшості випадків обрана концепція не дає повністю готового рецепта («під ключ») підтримки управлінських фінансових рішень і потребує певних коригувань відповідно до досвіду підприємницької діяльності такого підприємства.

2. Для забезпечення якості виявлення та ідентифікації ризиків, отримання достовірніших результатів їх кількісної оцінки рекомендується не зосереджуватися на використанні єдиної системи підтримки управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності, а використовувати кілька таких систем (хоча б з метою диверсифікації інформаційних ризиків, з якими пов'язано підтримання будь-якого управлінського фінансового рішення).

Загалом у фінансовій літературі описуються, як правило, три основні концепції управління ризиками, що використовуються безпосередньо, або ж на основі яких розробляються часткові моделі.

До таких концепцій належать:

- оцінка максимально можливого рівня негативного відхилення (збитків, втрат);
- оцінка найімовірнішого рівня негативного відхилення (збитків, втрат);
- оцінка відхилення, приведеного на ризик (рентабельність капіталу підприємства, приведена на ризик (RAROC); рентабельність активів підприємства, приведена на ризик (RAROA); капітал, приведений на ризик).

¹ Під такими умовами розглядаються, як правило, галузева належність і форма власності підприємства; ринок, на якому функціонує підприємство; рівень концентрації власності; розвиток ринкової інфраструктури та інші.

Розглянемо ці концепції детальніше.

Оцінка максимального рівня негативного відхилення (рис. 9.3) передбачає розроблення кількох альтернативних варіантів розвитку ситуації, відповідно до яких цільовий показник, значення якого прогнозується (наприклад, вартість активу, величина, доходу чи розмір прибутку), розраховується, як правило, за оптимістичним та песимістичним сценаріями.

Відповідно, відхилення від поточного (планового, бажаного) рівня цільового показника до його значення за песимістичним (найгіршим) сценарієм і являє собою величину ризику, оцінену за даним підходом.

Слід визнати, що теоретично значення цільового показника за найгіршого розвитку подій може прямувати до нуля (або до мінус нескінченності), але така ситуація хоча й імовірна, однак не правдоподібна. Тому розробка песимістичного сценарію має здійснюватися із розумним рівнем обережності та критичності.

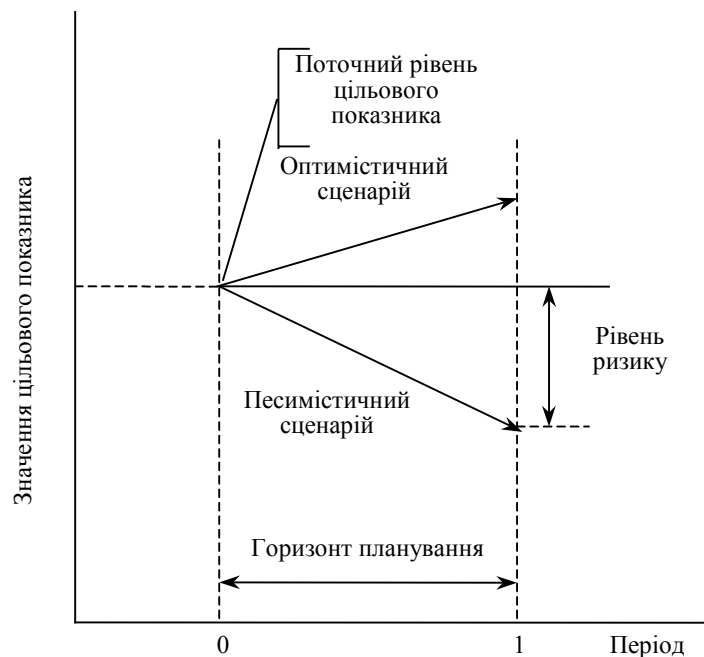


Рис. 9.3. Оцінка ризику як максимального рівня негативного відхилення

Багато спільного зі згаданим вище підходом до кількісної оцінки ризиків має метод оцінки найімовірнішого рівня негативного відхилення (рис. 9.4). Даний підхід розглядає ризик як різницю між поточним (цільовим, бажаним) рівнем фінансового показника та його значенням за найімовірнішого сценарію розвитку подій. Більшість часткових моделей, які формалізують прийняття управлінських фінансових рішень з урахуванням ризику (невизначеності), виходять саме із цієї концепції (наприклад, модель оцінки капітальних активів — CAPM, арбітражна модель ціноутворення — APM, модель ціноутворення опціонів Блека — Скоулза — Black—Scholes OPM та ін.).

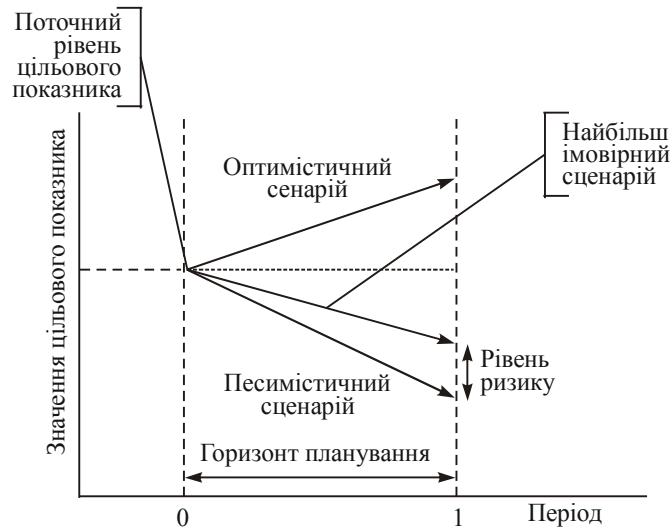


Рис. 9.4. Оцінка ризику як найбільш імовірного рівня негативного відхилення

Принципово інший підхід до трактування кількісного вираження ризику підприємства покладено в основу *методу оцінки відхилення, приведеного на ризик* (рис. 9.5). Поширення даної концепції припадає на останні роки, і це не в останню чергу пов'язано із бурхливим розвитком обчислювальної техніки та інформаційних технологій. Інколи часткові моделі (наприклад, VaR) рекомендуються для використання суб'єктами господарювання на законодавчому рівні (наприклад, недавні рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, рекомендації Федеральних резервних банків США).

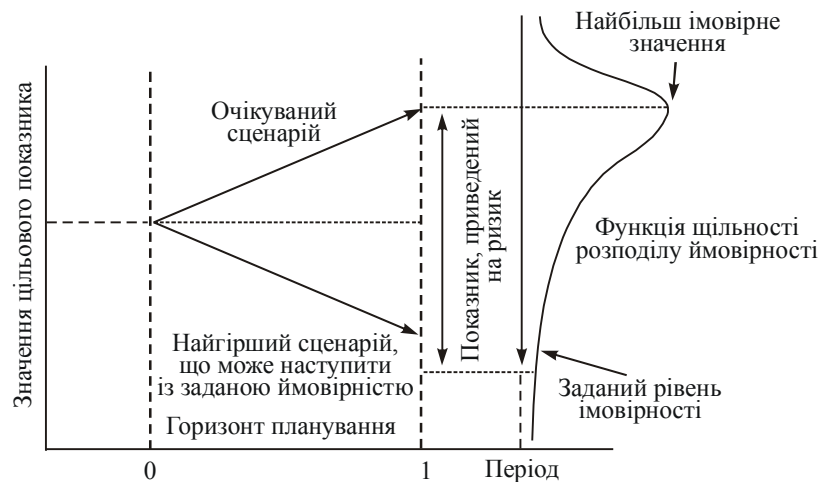


Рис. 9.5. Оцінка відхилення, приведеного на ризик

Зауважимо, що ефективність будь-якої із трьох концепцій оцінки ризиків та обґрунтування управлінських фінансових рішень залежить від інформаційного забезпечення та обізнаності фінансових менеджерів, що здійснюють управління сукупністю ризиків суб'єкта господарювання.

При цьому необхідно відзначити певну сукупність проблем, з якими стикається (або може зіткнутися) фінансовий менеджер. До таких проблем необхідно віднести:

- цінність фінансової інформації з часом змінюється, що викликано змінами доступності, корисності та змісту такої інформації;
- у більшості випадків власники чи зберігачі фінансової інформації не підрозуміють про її справжню цінність;
- інформація має накопичуватися із різних незалежних джерел;
- кількість інформаційних каналів і потоків із часом істотно збільшується, що ускладнює ефективне управління такою інформацією;
- глобальний доступ, анонімне створення та споживання фінансової інформації та розвиток комп'ютеризованих інформаційних систем створює нові можливості та загрози для інформаційного забезпечення фінансового менеджменту взагалі та моделі управління ризиками суб'єкта господарювання.

Загалом усі три концепції використовуються переважно для обґрунтування та розробки часткових моделей виявлення, ідентифікації та кількісної оцінки ризику, які відповідають специфічним потребам конкретного замовника (споживача) даної моделі. Зважаючи на це, доцільно сформулювати структуру моделі управління ризиками підприємства та визначити місце концепцій кількісної оцінки ризиків у такій моделі, чому і присвячений подальший матеріал.

9.2. МОДЕЛЬ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Необхідність формалізації структури моделі управління ризиками пов'язана з потребою фінансового менеджменту підприємства відокремити функціонально-організаційний блок, основне завдання якого полягатиме у повному та своєчасному виявленні зовнішніх і внутрішніх загроз підприємства, які виражаються у сукупності ризиків.

У сучасній фінансовій літературі такий блок фінансового менеджменту часто називають моделлю управління ризиками (ризик-менеджмент). При цьому така модель тісно пов'язана із системою раннього попередження і реагування як методу фінансового контролінгу (див. рис. 9.1).

Загалом, модель управління ризиками підприємства можна визначити так.

Модель управління фінансовими ризиками — це специфічний функціонально-організаційний блок у структурі моделі фінансового менеджменту, що відповідає за виявлення, ідентифікацію, оцінку та нейтралізацію фінансових ризиків у процесі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, а також сукупного ризику фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання в ринковому середовищі.

Виходячи з наведеного вище визначення управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання можна обґрунтувати основні положення формування моделі управління фінансовими ризиками. Так, на основі новітніх теорій корпоративних фінансів та сучасної практики управління фінансами суб'єктів господарювання виділяють такі **фактори формування моделі управління фінансовими ризиками**:

- структурування моделі управління фінансовими ризиками підприємства здійснюється виключно на основі особливостей фінансово-господарської діяльності конкретного підприємства, його статутних цілей із відповідним урахуванням теоретико-методологічних основ (у тому числі викладених у даному розділі підручника);

- управління ризиками суб'єкта господарювання здійснюється на основі сукупності кількісних показників (коефіцієнтів та індикаторів) відповідно до системи цілей і завдань моделі управління ризиками суб'єкта господарювання;

- вхідна первинна інформація, необхідна для управління ризиками, має бути максимально насиченою, гранично повною і достовірною і включати, зокрема, якісні параметри та кількісні показники, що характеризують основні фактори формування ризиків;

- цільові показники управління фінансовими ризиками (як і вхідна первинна інформація) повинні бути приведені до зіставних одиниць виміру, що забезпечує можливість їх адекватної фінансово-математичної та аналітичної обробки, а також формування тренду їх зміни (розроблення сценаріїв розвитку подій);

- кожен із сукупності фінансових показників та коефіцієнтів, що використовується моделлю управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання з метою фінансово-математичного моделювання цільових параметрів, має бути максимально інформативним;

- обов'язкове обґрунтування вибору методів статистичного, математичного та аналітичного моделювання з метою забезпечення адекватності виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації фінансових ризиків;

- формування якісних і кількісних параметрів виявлення, ідентифікації та оцінки ризиків суб'єкта господарювання у плановому періоді в рамках здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності відповідно до усталеної (стійкої) сукупності певних напрямів спостереження, а також обґрунтування на їх основі узагальнюючих показників моделі управління фінансовими ризиками;

- обґрунтування, затвердження, реалізація і контроль моделі управління ризиками підприємства, її окремих складових елементів у вигляді методів, форм і технологій нейтралізації виявлених ризиків у межах здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Отже, формування адекватної та ефективної моделі управління ризиками передбачає вирішення сукупності питань, які можна розподілити за такими напрямками:

- локалізація етапів (визначення структури) моделі управління ризиком;

- аналіз основних факторів, що визначають параметри моделі управління ризиками;

— обґрунтування основних кількісних показників, що використовуються в моделі управління ризиками.

Визначимо кожен із зазначених напрямів детальніше.

9.2.1. Структура моделі управління ризиками

Структурування моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання здійснюється, як правило, відповідно до основних функціонально-організаційних завдань, що ставляться перед такою моделлю (рис. 9.6). Так, модель управління фінансовими ризиками спрямована на реалізацію зазначених нижче завдань, які є взаємоузгодженими послідовними ітераціями в системі управління фінансовими ризиками.



Рис. 9.6. Структура моделі управління ризиками підприємства

На першому етапі реалізації моделі управління ризиками здійснюється аналіз і дослідження господарських операцій або їх сукупності в межах операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання, виявлення альтернативних сценаріїв її розвитку та обґрунтування ймовірності відхилення від планового сценарію із формуванням відповідних наслідків для підприємства — *виявлення ризиків*.

Виявлені ризики підприємства мають бути локалізовані по центрах формування ризиків (і/або їх видів) на основі дослідження сукупності якісних параметрів виявленого ризику (зокрема, джерела його формування, форми, виду) та факторів їх формування.

Ідентифікація ризиків — основа підбору та обґрунтування методів кількісного дослідження такого ризику, а також підтримання управлінських фінансових рішень щодо управління ризиком. Реалізація обраного методу кількісного дослідження ризиків суб'єкта господарювання з метою встановлення абсолютних і відносних величин, що характеризують базові кількісні параметри ідентифікованого ризику на основі усталеної сукупності фінансових показників і коефіцієнтів, забезпечує *оцінювання* такого ризику як послідовного етапу у процесі управління ним.

Водночас специфіка ідентифікованого ризику, форма його локалізації та його кількісні виміри визначають особливості проведення нейтралізації ризиків суб'єкта господарювання. Це здійснюється через прийняття управлінських фінансових рішень про реалізацію превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру для забезпечення ефективності господарської операції суб'єкта господарювання, і може включати, зокрема, уникнення ризику, страхування, диверсифікацію і хеджування.

Розглянута послідовність етапів реалізації моделі управління ризиків (виявлення, ідентифікація, оцінка, нейтралізація) є циклічним процесом з елементами паралельності. Тобто після завершення одного циклу управління ризиком миттєво реалізується наступний, що є логічною реакцією на мінливість внутрішнього та зовнішнього економічного середовища, в межах якого постійно з'являються або зникають окремі фактори формування ризику, змінюється їх вплив на результати виконання господарських операцій, здійснення фінансово-господарської діяльності.

Аналогічний моніторинг формування та реалізації ризиків (їх виявлення, ідентифікація, оцінка та нейтралізація) у фінансово-господарській діяльності підприємства здійснюється паралельно — одночасно у розрізі сукупності господарських операцій, видів діяльності, центрів формування ризиків і т. п.

9.2.2. Характеристика основних факторів, що визначають параметри моделі управління ризиками

Особливості реалізації моделі управління ризиками суб'єкта господарювання визначаються факторами формування ризиків, що є специфічними для кожного їх виду. Розглянемо такі фактори відповідно до основних класифікацій ризиків (див. розд. 9.1.2).

Як уже зазначалося, сукупний ризик суб'єкта господарювання включає сукупність різних ризиків, які можна об'єднати у такі групи — операційні, інвестиційні та фінансові ризики. Фактори, що визначають базові характеристики ризиків, будуть різнитися в рамках окремих напрямів (центрів) ризиків.

Так, *операційні ризики суб'єкта господарювання* формуються під впливом таких факторів:

- зміна тривалості операційного циклу, що впливає на формування потреби підприємств в оборотному капіталі;
- зміна обсягів виробництва, що визначає формування залишків готової продукції та обсягів її реалізації;
- зміна обсягів реалізації, що впливає на формування грошових потоків підприємства, забезпечення його ліквідності та платоспроможності;
- зміна тривалості виробничого циклу як наслідок технологічних ризиків;
- зміна вартості активів підприємства як наслідок їх алокації;
- зміна конкурентної позиції підприємства на ринку ресурсів (продукції).

Зазначені фактори негативно впливають на формування сукупності операційних ризиків, насамперед на формування грошових потоків підприємства від

операційної діяльності та фінансових результатів підприємства від основної діяльності.

Зауважимо, що ні у вітчизняній, ні в зарубіжній літературі немає однозначності у визначенні поняття «операційні ризики», оскільки різні автори, класифікуючи ризики, посилаються на операційний ризик як результат дії різних факторів.

Розглянута вище локалізація операційних ризиків узгоджена із класифікацією видів діяльності підприємства (див. рис. 9.2). Наприклад, операційний ризик ідентифікується як сукупність ділового ризику (*business risk* — зміни обсягів реалізації чи операційної маржі) і випадкового ризику (*event risk* — шахрайство, помилки, вихід із ладу систем).

Інвестиційні ризики суб'єкта господарювання визначаються за рівнем та особливостями впливу таких факторів:

- зміна реальної (ринкової) вартості необоротних активів;
- науково-технічний прогрес і науково-технічна революція;
- моральне і фізичне зношення об'єктів основних фондів чи нематеріальних активів;
- зміна кон'юнктури на ринку R&D (науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт);
- зміна нормативно-правового поля здійснення інвестиційної діяльності;
- зміна термінів окупності довгострокових інвестицій (як капітальних, так і фінансових);
- перерозподіл прав власності щодо підприємства, в цінні папери яких здійснюються вкладення підприємства;
- оголошення дефолту об'єктами інвестування (за облігаціями, інвестиційними та ощадними сертифікатами, державними цінними паперами);
- втрата контролю над афілійованими та асоційованими підприємствами.

Урахування інвестиційних ризиків передбачає аналіз впливу на фінансовий стан суб'єкта господарювання і його фінансові результати (прибуток) особливостей фінансування основних фондів, здійснення портфельного і прямого фінансового інвестування, а також формування нематеріальних активів (фінансування розроблення новітніх технологій, їх упровадження та ін.).

Фінансові ризики підприємства включають вплив сукупності фінансових показників, що визначають особливості здійснення фінансової діяльності, а також забезпечення фінансової спроможності підприємства. До таких факторів можна віднести:

- структуру капіталу і фінансовий леверидж як фактор забезпечення зобов'язань підприємства;
- зміну кредитних ставок, унаслідок чого формується відхилення реальної вартості обслуговування капіталу підприємством від поточної ринкової вартості;
- зміну нормативно-правового поля здійснення фінансової діяльності;
- зміну тривалості фінансового циклу як фактора формування касового розриву та забезпечення резерву ліквідності підприємства;
- зміну платоспроможності кредиторів і дебіторів підприємства;
- імовірність оголошення підприємства банкрутом;

• загрозу ринку корпоративного контролю — втрату контролю над підприємством унаслідок ворожого поглинання і як результат — втрату контролю за його грошовими потоками.

Певна сукупність факторів формування невизначеності фінансово-господарської діяльності об'єктивно перебуває поза контролем підприємства. На основі цього припущення Г. Марковіц¹ виділив *системний ризик для інвестиційного портфеля*, який є спільним для всіх активів, що можуть бути включені до такого портфеля. Відповідно, інвестиційний керуючий неспроможний ні повністю, ні частково уникнути цього ризику.

За аналогією можна стверджувати, що функціонування будь-якого підприємства (здійснення будь-якої господарської операції, реалізації інвестиційного портфеля) пов'язане із системним ризиком, який формується внаслідок сукупності об'єктивних факторів. До них можна віднести, наприклад, природні ризики (стихійні лиха, зміна погоди, неврожаї та інші); політичний ризик, ризик зміни державою правил гри та ін.

Водночас Марковіц визначав належність до окремих видів активу специфічного ризику, який відрізняється від активу до активу, — *несистемного ризику*. Відповідно, інвестиційний керуючий через підбір і включення до портфеля різних активів досягає зменшення сукупного ризику такого портфеля.

Аналогічно для фінансово-господарської діяльності підприємства можна стверджувати, що з будь-яким носієм ризику асоціюється також несистемний ризик як вираження унікальності такого носія. Це твердження дає змогу визначити можливі напрями впливу підприємства на формування його сукупного ризику як об'єктивної взаємодії системного та несистемного ризиків у розрізі сукупності їх носіїв.

Деяку модифікацію системи ризиків Г. Марковіца запропонували спеціалісти американської компанії Analytic Investors, Inc. (Clarke et al.). Розподіл сукупного ризику активу (портфеля активів як форми їх алокації) здійснюється у системі «*системний ризик — активний ризик*».

При цьому системний ризик є результатом впливу таких факторів²:

- ринок цінних паперів;
- вартісний фактор (відношення балансової вартості до ринкової);
- ринкова капіталізація;
- зміна процентних ставок;
- імовірності (ризик) дефолту.

Активний ризик є результатом поточних управлінських фінансових рішень щодо формування і перегляду інвестиційним керуючим портфеля активів із плином часу.

Альтернативним підходом до розглянутих вище класифікацій сукупного ризику є деталізований підхід до визначення центрів локалізації ризиків, що забезпечує певний рівень свободи для фінансового менеджменту в обґрунтуванні центрів формування ризиків і, відповідно, видів ризиків, які розглядаються як об'єкт управління в рамках моделі управління ризиками підприємства.

¹ Markowitz H. Portfolio Selection / Markowitz H. // Journal of Finance. — 1952. — Vol. 7(1). — Pp. 77—91.

² Подається за: Roger G. Clarke, Harindra de Silva, and Brett Wander. Risk allocation versus Asset Allocation: Improving the optimal allocation between risk and return // The Journal of Portfolio Management, Fall 2002, p. 10.

При цьому такий перелік видів ризиків є відкритим, що дає змогу його модифікувати до потреб конкретного підприємства.

Отже, перевага даного підходу до трактування структури сукупного ризику і визначення центрів локалізації таких ризиків полягає у можливостях використання досвіду фінансових менеджерів підприємства, їх кваліфікації для адаптації системи локалізації ризиків до потреб підприємства.

Сукупний ризик суб'єкта господарювання, за Черг Лі, формується як проста арифметична сума ділового (операційного) та фінансового ризиків (рис. 9.7).

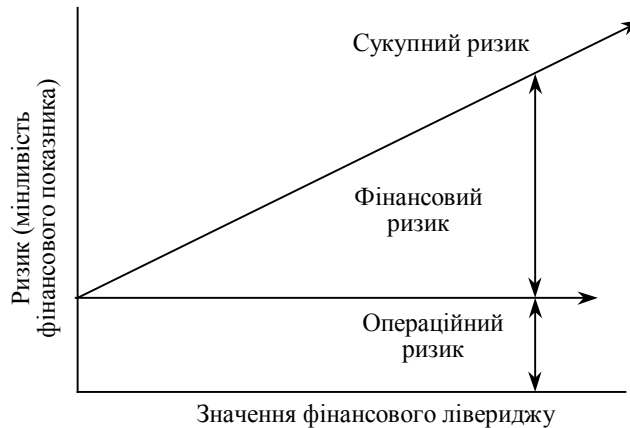


Рис. 9.7. Структура моделі управління ризиками підприємства¹

Як видно із рис. 9.7, основним фактором формування сукупного ризику підприємства є фінансова його складова, яка, у свою чергу, залежить від рівня **фінансового левериджу** — співвідношення між позиковим і власним капіталом.

Незважаючи на велику кількість варіантів структурування сукупного ризику суб'єкта господарювання, для потреб його кількісної оцінки використовуються спільні показники та математичні змінні, які розглядаються далі.

9.2.3. Основні кількісні показники, що використовуються в моделі управління ризиками

Формування моделі управління ризиками суб'єкта господарювання, забезпечення її адекватності та ефективності передбачає використання як функціонально-організаційного блоку системи методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання.

Слід зазначити, що використання фінансово-математичних методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання тісно пов'язане із системою показників і факторів, що визначають параметри реалізації моделі управління ризиками.

¹ Ли Черг Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ли Черг Ф., Финнерти Джозеф И.; [пер. с англ.]. — М.: Инфра-М, 2000. — С. 145.

У сучасній практиці корпоративних фінансів для кількісної оцінки сукупного ризику та окремих його складових може використовуватися сукупність різноманітних фінансово-математичних моделей. Використання таких моделей потребує проведення відповідних математичних розрахунків, складність яких прямо пропорційна величині та повноті інформаційної бази оцінки ризиків підприємства, а також залежить від обраної моделі оцінювання ризику.

Такі розрахунки можуть бути спрощені шляхом використання персональних комп'ютерів і прикладного забезпечення. Серед програмних продуктів, що застосовуються для потреб оцінки ризиків, можуть бути як прості табличні процесори (наприклад, Microsoft Excel), так і спеціалізовані статистичні чи математичні пакети (наприклад, Statistica, SPPS, S+, MathLab):

- *середнє квадратичне відхилення, або дисперсія, очікуваної величини цільового показника:*

$$\sigma = \sqrt[2]{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}}, \quad (9.1)$$

де σ — середнє квадратичне відхилення цільового показника X ;

σ^2 — дисперсія цільового показника X ;

X_i — i -те спостереження цільового показника;

\bar{X} — очікувана величина цільового показника X (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за n попередніх періодів);

n — кількість спостережень цільового показника;

- *для кількісного оцінювання ризиків, пов'язаних з активами, що мають активний ринок обігу (наприклад, цінні папери), може використовуватися коефіцієнт β моделі CAPM, який виражає кількісну оцінку системного (або ринкового) ризику за класифікацією Г. Марковіца:*

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_j, R_m)}{\sigma_m^2}, \quad (9.2)$$

де R_j — очікуване значення дохідності j -го активу;

R_m — очікуване значення дохідності ринку;

σ_m^2 — дисперсія ринкової дохідності.

Як уже зазначалося, ідентифікація та оцінка фінансових ризиків у структурі моделі управління ризиками потребує формування відповідної системи показників, що уможлиблювала б як дослідження якісних характеристик фінансових ризиків, так і їх кількісну оцінку.

Отже, для розрахунку параметрів сукупного ризику та його складових, у тому числі згаданих показників рівня ризику, а також дослідження та оцінки інших характеристик фінансових ризиків можуть використовуватися такі показники та коефіцієнти:

- *момент k -го порядку стосовно фіксованої величини A :*

$$M = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - A)^k}{n}, \quad (9.3)$$

де M — момент k -го порядку стосовно A ;

X_i — i -те спостереження цільового показника;

n — кількість спостережень цільового показника;

• *очікувана величина* (математичне очікування як момент i -го порядку відносно нуля) *цільового показника* (як правило, очікувана дохідність або прибутковість активу) розраховується на основі фактичних величин цільового показника за минулі періоди шляхом розрахунку математичного очікування на основі наведеної нижче формули (кількісно математичне очікування величини цільового показника дорівнює середній арифметичній фактичних величин за попередні періоди):

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}, \quad (9.4)$$

де X_i — i -те спостереження цільового показника; n — кількість спостережень цільового показника;

• *медіана* як значення, що відповідає середині ранжованого ряду:

$$\text{Медіана} = \text{Min} + i \times \left(\frac{\frac{n+1}{2} - F}{f} \right), \quad (9.5)$$

де Min — мінімальне значення цільового показника в інтервалі, до якого належить медіана;

i — величина інтервалу, до якого належить медіана;

n — кількість спостережень цільового показника;

F — кумулятивна частота інтервалу, що передує інтервалу, до якого належить медіана цільового показника;

f — частота інтервалу, до якого належить медіана цільового показника;

• *коваріація між окремими господарськими операціями, ризиками або ж факторами їх формування* використовується для встановлення причинно-наслідкового зв'язку між окремими об'єктами процесу прийняття управлінських рішень і його кількісної оцінки:

$$\text{cov}_{X,Y} = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) \cdot (Y_i - \bar{Y})}{n-1}, \quad (9.6)$$

де $\text{cov}_{X,Y}$ — коваріація між цільовими показниками X і Y ;

\bar{X} — очікувана величина цільового показника X (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за n попередніх періодів);

X_i — абсолютне значення цільового показника X в i -му періоді;
 Y — очікувана величина цільового показника Y (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за n попередніх періодів);

Y_i — абсолютне значення цільового показника Y в i -му періоді;

n — кількість періодів, що аналізуються і передують плановому;

• *коефіцієнт кореляції між окремими цільовими показниками*, наприклад господарськими операціями, окремими видами ризиків або ж факторами їх формування; коефіцієнт кореляції використовується (подібно до коваріації) для встановлення взаємозалежності між цільовими показниками і розраховується за такою формулою:

$$\rho_{x,y} = \frac{\text{cov}_{X,Y}}{\sigma_x \times \sigma_y}, \quad (9.7)$$

де $\rho_{x,y}$ — коефіцієнт кореляції між цільовими показниками X і Y ;

$\text{cov}_{X,Y}$ — коваріація між цільовими показниками X і Y ;

σ_x — середнє квадратичне відхилення для цільового показника X ;

σ_y — середнє квадратичне відхилення для цільового показника Y ;

• *стандартизована змінна як змінна Z , середня арифметична якої дорівнює нулю, а середнє квадратичне відхилення — одиниці:*

$$Z = \frac{(X - \bar{X})}{\sigma}, \quad (9.8)$$

де X_i — i -те спостереження цільового показника;

\bar{X} — очікувана величина цільового показника X (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за n попередніх періодів);

σ — середнє квадратичне відхилення цільового показника;

• *функція щільності розподілу ймовірності*, яка визначає розподіл імовірності настання того чи іншого випадку:

$$F(X) = \int_{-\infty}^{+\infty} f(X) dx. \quad (9.9)$$

Найтипівішим застосуванням кількісних показників оцінки фінансових ризиків є портфельне інвестування, зокрема, в цінні папери. До того ж ряд програмних продуктів (наприклад, MetaStock), зорієнтованих на даний сегмент ринку, мають встроєні модулі, які автоматично оцінюють параметри ризиковості обраного користувачем портфеля інвестицій.

Отримані результати мають достатньо високий рівень статистичної достовірності, оскільки такі програми використовуються, як правило, не тільки інформаційну базу користувача, як спеціалізовані інформаційні ресурси, доступні через всесвітню мережу Internet (наприклад, Reuters або Bloomberg).

Крім того, для потреб моделі управління ризиками поряд із синтетичними (розрахунковими) коефіцієнтами можуть використовуватися окремі первинні

показники, що характеризують операційну, інвестиційну і фінансову діяльність суб'єкта господарювання.

Серед таких показників можна виділити такі: чистий прибуток; абсолютну величину грошових потоків; приведену теперішню вартість грошових потоків; поточний курс корпоративних прав підприємства; прибуток до виплати відсотків і сплати податків та інші показники виходячи із потреб аналізу конкретного виду ризику.

Важливе місце в інструментарії управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання посідає *портфельний аналіз* (portfolio analysis), що має ряд функціонально-організаційних модифікацій і може використовуватися як для виявлення, ідентифікації, оцінки, так і для вибору та обґрунтування методів нейтралізації конкретного ризику.

Серед найпоширеніших у сучасній фінансово-економічній літературі є такі модифікації портфельного аналізу:

— аналіз портфеля цінних паперів або інших ринкових активів (тобто активів, що володіють активним ринком їх вторинного обігу) використовується для узгодження базових характеристик портфеля (як правило, рівня його доходності та ризику) шляхом диверсифікації; сьогодні існує значна кількість теоретичних моделей для аналізу портфеля активів (зауважимо, що переважна більшість їх розроблялася для цінних паперів, однак може вільно застосовуватися для інших ринкових активів) — формування оптимального портфеля інвестицій (модель Марковіца, модель Шарпа та ін.);

— управління ризиками на основі портфельного аналізу у формі портфельних матриць, зокрема: 1) матриця Бостонської консалтингової групи (портфель позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку «зростання — частка ринку»); і 2) матриця Мак-Кінзі (McKinzie) (портфель позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку «привабливість — конкурентні переваги»).

Портфельний аналіз використовується для ідентифікації та оцінки як якісних характеристик ризику в рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання (аналіз портфельних матриць), так і кількісних параметрів відповідних груп ризиків (аналіз цільового портфеля).

Крім того, функціонально-організаційні особливості портфельного аналізу дають змогу використовувати його для взаємоузгодженого одночасного аналізу різних видів фінансових ризиків, у тому числі у разі необхідності поєднання тих ризиків, що піддаються кількісній оцінці, та ризиків, що не можуть бути оцінені кількісно.

9.3. НЕЙТРАЛІЗАЦІЯ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ

Нейтралізація ризиків як результуючий етап реалізації моделі управління сукупним і частковими ризиками суб'єкта господарювання (див. рис. 9.6) передбачає визначення теоретико-методологічних і практичних основ управління ризиками суб'єкта господарювання.

Вивчення теоретико-методологічних і практичних основ управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання на стадії їх нейтралізації передбачає опрацювання сукупності питань, які можна об'єднати в такі узагальнюючі групи:

- визначення поняття нейтралізації ризику та аналіз явища толерантності;
- обґрунтування базових цілей нейтралізації ризику, а також з'ясування фінансово-правових наслідків такої нейтралізації;
- обґрунтування якісних і кількісних параметрів реалізації стратегії уникнення ризику;
- використання страхування для нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання;
- аналіз критеріїв диверсифікації та її вплив на величину фінансових ризиків, що утримуються суб'єктом господарювання;
- особливості обґрунтування та реалізації стратегій хеджування фінансових ризиків на основі похідних цінних паперів.

Розглянемо кожне із зазначених питань детальніше.

9.3.1. Поняття нейтралізації та толерантності ризику

Нейтралізація фінансових ризиків як функціонально-організаційний елемент моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання являє собою фінансово-математичну технологію обґрунтування, прийняття, виконання і контролю за виконанням управлінських фінансових рішень про реалізацію превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру на забезпечення зіставності результативності господарської операції та рівня операційного, інвестиційного і фінансового ризиків як складових сукупного ризику підприємства.

Нейтралізація фінансових ризиків здійснюється на основі відповідної стратегії суб'єкта господарювання, що являє собою функціонально-організаційну форму реалізації превентивних заходів стосовно фінансових ризиків цього суб'єкта господарювання.

У сукупності основних стратегій нейтралізації фінансових ризиків, що найчастіше використовуються у сучасній практиці корпоративних фінансів, заведено виділяти дві альтернативні форми (рис. 9.8): 1) стратегія уникнення ризику; 2) стратегія утримання ризику.

Будь-яка стратегія нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання включає принаймні один (або кілька) методів нейтралізації ризиків, що засновані на фінансових, математичних і статистичних технологіях.

У сукупності таких методів нейтралізації фінансових ризиків можна виділити кілька основних методів:

- страхування фінансових ризиків;
- диверсифікація фінансових ризиків;
- хеджування фінансових ризиків на основі похідних цінних паперів.

Під час визначення особливостей стратегії утримання фінансових ризиків постає питання про рівень фінансового ризику, який приймається на утримання суб'єктом господарювання, а також доцільність такого утримання.

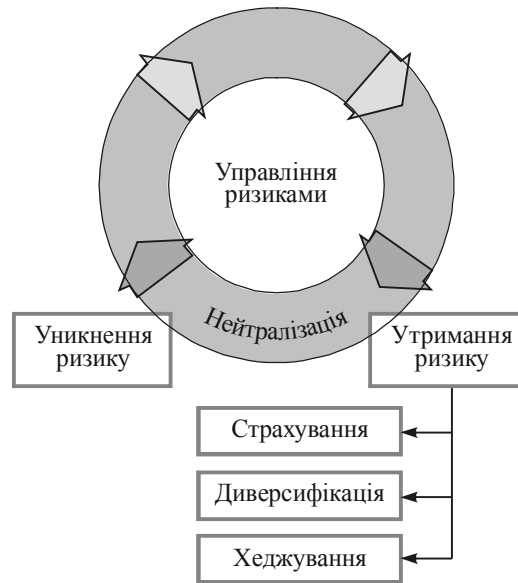


Рис. 9.8. Структура моделі управління ризиками підприємства

Для дослідження згаданої проблеми у сучасній теорії корпоративних фінансів використовуються поняття «толерантність ризику» як форми виміру (якісного або кількісного) співвідношення між рівнем цільового показника (як правило, величини прибутку) і рівнем фінансового ризику, що пов'язаний із його досягненням.

Для кількісної оцінки толерантності ризику суб'єкта господарювання може використовуватися така модель:

$$\tau = \frac{2 \cdot (\bar{X}_m - X_{rf}) \cdot \sigma_x^2}{(\bar{X}_i - X_{rf})^2}, \quad (9.10)$$

де τ — кількісна оцінка толерантності ризику суб'єкта господарювання;

\bar{X}_m — середня дохідність діяльності (ринку і т. п.);

\bar{X}_i — очікувана величина цільового показника X_i (розраховується як математичне очікування абсолютних значень цільових показників за n попередніх періодів);

X_{rf} — абсолютне значення цільового показника X , що характеризується відсутністю ризику;

σ^2 — дисперсія цільового показника X .

Управління фінансовими ризиками на етапі їх нейтралізації передбачає, як уже зазначалося, реалізацію сукупності управлінських фінансових рішень превентивного характеру для зменшення або нівелювання потенційних негативних наслідків, імовірність настання яких визначається ризиком.

Отже, можна стверджувати, що нейтралізація ризиків має здійснюватися із дотриманням сукупності певних *критеріїв і принципів*, серед яких необхідно виділити такі:

- інформаційна достовірність, яка передбачає своєчасне і повне надання фінансової інформації, необхідної для адекватної нейтралізації фінансового ризику;
- адекватність як форма обґрунтованого використання методу нейтралізації фінансового ризику відповідно до його базових характеристик і потреб моделі управління ризиками підприємства та фінансового менеджменту взагалі;
- ефективність нейтралізації ризику способом максимального попередження (мінімізації) потенційних негативних наслідків, імовірність настання яких визначається фінансовим ризиком, у просторі та часі (наприклад, попередження збитків або збільшення затрат суб'єкта господарювання);
- інші принципи, які визначаються специфікою моделі управління фінансовими ризиками та основними цілями фінансового менеджменту.

Таким чином, на основі визначених принципів і критеріїв нейтралізації фінансових ризиків можна обґрунтувати головні цілі та завдання нейтралізації, що є типовими для моделі управління фінансовими ризиками суб'єктів господарювання в умовах невизначеності ринкового середовища.

Такі *цілі і завдання* передбачають досягнення певних результатів, а саме:

- розробка та обґрунтування загальної стратегії нейтралізації фінансових ризиків, а також стратегії нейтралізації конкретного виду ризику, у тому числі: 1) стратегія уникнення ризику; і 2) стратегія утримання ризику (страхування фінансових ризиків; диверсифікація фінансових ризиків; хеджування фінансових ризиків);
- інформаційне і методологічне забезпечення прийняття управлінських фінансових рішень у рамках інших функціонально-організаційних блоків (наприклад, управління грошовими потоками, управління структурою капіталу або фінансове планування), у тому числі через розробку альтернативних сценаріїв розвитку підприємства та оцінку ймовірності їх виконання;
- координація та інтеграція з антикризовим фінансовим управлінням суб'єктом господарювання для попередження його неплатоспроможності, запобігання фінансової кризи і банкрутства суб'єкта господарювання.

Методологічним забезпеченням виконання зазначених завдань нейтралізації фінансових ризиків на основі використання фінансово-математичних моделей є сукупність специфічних методів та систем. Найважливіші розглянемо нижче.

9.3.2. Стратегія уникнення ризику

Забезпечення нейтралізації фінансових ризиків підприємства на основі *стратегії уникнення ризику* передбачає прийняття управлінських фінансових рішень на основі порівняльного аналізу фінансово-математичних моделей альтернативних сценаріїв (наприклад, різних варіантів здійснення окремої господарської операції — покриття потреби у капіталі на основі обліку векселя, факторингу, банківського кредиту чи комерційного кредиту) з метою визначення безризикового сценарію із подальшим прийняттям його як основного.

Однак слід зазначити, що існування безризикового сценарію здійснення тієї чи іншої господарської операції в умовах невизначеності ринкового середовища є досить проблематичним, тому говорять про відносну безризиковість. Так, наприклад, безризиковими активами на ринку цінних паперів вважають державні цінні папери.

З огляду на викладене для суб'єктів господарювання управління фінансовими ризиками на основі стратегії уникнення ризику пропонуємо здійснювати за такою схемою, що являє собою сукупність послідовно здійснюваних ітерацій:

— визначення, обґрунтування та затвердження *максимально прийнятної рівня фінансового ризику* для суб'єкта господарювання — R_m (існування безризикових альтернативних сценаріїв, як уже зазначалося, є проблематичним);

— зведення кількісних оцінок рівня фінансового ризику n альтернативних сценаріїв, що розглядаються, — $R_i, i \in [1; n]$;

— зіставлення рівня фінансового ризику за i -м альтернативним сценарієм із максимально прийнятною величиною фінансового ризику R_m ;

— відхилення тих сценаріїв реалізації господарських операцій, рівень фінансового ризику за якими перевищує максимально прийнятну величину;

— вибір із сукупності альтернативних сценаріїв, що відповідають критерію максимально прийнятної рівня ризику, варіант із найменшим рівнем фінансового ризику.

Для оцінювання інвестиційної привабливості окремої господарської операції з позицій її ризиковості на основі стратегії уникнення ризиків можна використати таку фінансово-математичну модель (табл. 9.2).

Таблиця 9.2

**ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ ОКРЕМОЇ ГОСПОДАРСЬКОЇ ОПЕРАЦІЇ
З ПОЗИЦІЇ ЇЇ РИЗИКОВОСТІ**

Оцінений ризик $> R_m$	Господарська операція є непривабливою, оскільки ризик, який вона генерує, перевищує максимально прийнятний рівень ризику для суб'єкта господарювання R_m
Оцінений ризик $= R_m$	З позицій ризиковості господарська операція є нейтральною, оскільки фінансовий ризик, який вона генерує, ідентичний максимально прийнятному рівню ризику для суб'єкта господарювання R_m , і, відповідно, остаточне затвердження управлінського фінансового рішення залежить від інших факторів
Оцінений ризик $< R_m$	Господарська операція є привабливою, оскільки фінансовий ризик, який генерує, менший за максимально прийнятний рівень ризику для суб'єкта господарювання R_m

Стратегію уникнення ризиків можна ідентифікувати також як пасивну стратегію управління ризиком, адже суб'єкт господарювання абстрагується від здійснення будь-яких заходів, спрямованих на попередження негативних наслідків для його фінансово-господарської діяльності, джерелом яких є сукупність ризиків.

9.3.3. Страхування як форма нейтралізації фінансових ризиків

Прийняття суб'єктом господарювання певної величини фінансового ризику на утримання як форми нейтралізації таких ризиків ставить проблему попере-

дження настання ймовірних негативних наслідків для операційної, інвестиційної та фінансової діяльності такого суб'єкта господарювання.

Це попередження передбачає реалізацію *активної стратегії нейтралізації фінансових ризиків*. Так, активна стратегія нейтралізації фінансових ризиків на протигагу пасивній стратегії (стратегії уникнення ризиків) реалізується на основі сукупності спеціальних методів, зокрема:

- диверсифікація фінансових ризиків;
- хеджування фінансових ризиків;
- страхування фінансових ризиків.

У рамках страхування¹ ризиків як форми їх нейтралізації можна виділити самострахування і комерційне страхування (страхування фінансових ризиків із залученням страхових компаній).

Під *самострахуванням* слід розуміти створення певних резервних фондів коштів для фінансового покриття потенційних збитків (а також негативних фінансових результатів, додаткових витрат фінансових, матеріальних та інших ресурсів) суб'єкта господарювання — децентралізованих фондів страхового відшкодування.

Для цього абсолютна величина фінансових ресурсів для покриття фінансових ризиків, прийнятих на утримання безпосередньо суб'єктом господарювання, розподіляється у просторі та часі і за рахунок певних відрахувань створюється спеціалізований фонд (або кілька фондів) коштів.

Типовими варіантами таких фондів коштів є резервний капітал як складова власного капіталу підприємства (див. перший розділ пасиву балансу); забезпечення наступних витрат і платежів (див. розділ 2 пасиву балансу); резерв сумнівних боргів та інші фонди, передбачені чинним законодавством і/або статутними документами суб'єкта господарювання.

Резервний капітал підприємства являє собою одну із форм створення фонду, цільовим призначенням якого є покриття можливих у майбутньому збитків від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства, викликаних дією сукупності об'єктивних і суб'єктивних факторів.

Відповідно до чинного законодавства України (ст. 14 Закону України «Про господарські товариства») формування резервного капіталу є обов'язковим для всіх видів господарських товариств, при цьому джерелом його створення визначено чистий прибуток суб'єкта підприємницької діяльності.

Особливості формування та використання резервного капіталу визначаються суб'єктом господарювання, його статутними документами з урахуванням відповідних обмежень, зафіксованих у нормативно-правових актах України.

Так, розмір резервного капіталу господарського товариства повинен становити не менше як 25 % статутного капіталу і має формуватися за рахунок щорічних відрахувань від чистого прибутку підприємства у розмірі не менше як 5 % його абсолютної величини.

¹ Метою даної частини підручника не є висвітлення основ страхування. Зацікавлений читач може звернутися до інших джерел, у яких дається повний аналіз страхування.

Як уже зазначалося, резервний капітал має винятково цільовий характер і може використовуватися для таких цілей:

- покриття збитків від господарської діяльності;
- виплата боргів у разі ліквідації підприємства;
- виплата дивідендів за корпоративними правами;
- інші цілі, визначені статутними документами і нормативно-правовими актами.

Аналогічно за функціонально-організаційним навантаженням до резервного капіталу суб'єкт господарювання може створювати резервні фонди спеціального призначення у грошовій і матеріальній формі. Наприклад, підприємства створюють резерви сумнівної дебіторської заборгованості для попередження негативного впливу у випадку непогашення контрагентом своїх грошових зобов'язань (грошовий резервний фонд) або формування резервного залишку сировини на складі для забезпечення безперервності виробничого процесу (матеріальний або натуральний резервний фонд).

Дозволяється (див. Національні стандарти бухгалтерського обліку) також формування спеціалізованих резервних фондів для забезпечення виконання фінансових зобов'язань перед третіми особами — розділ 2 Балансу «Забезпечення наступних витрат та платежів».

Підприємство може створювати, зокрема, такі спеціалізовані резервні фонди:

- резервний фонд за гарантійними зобов'язаннями;
- резервний фонд виплат персоналу;
- резервний фонд додаткового пенсійного забезпечення;
- резервний фонд на здійснення реструктуризації;
- резервний фонд за обтяжливими та значними контрактами;
- інші фонди.

На відміну від самострахування, коли джерелом формування фінансових ресурсів для покриття потенційних збитків є виключно внутрішні ресурси суб'єкта господарювання, *страхування фінансових ризиків із залученням страхової компанії* передбачає передання всього фінансового ризику суб'єкта господарювання або його частини за певну плату (страхову премію) на утримання спеціалізованої фінансової установи — страхової компанії.

За такого варіанта джерелом покриття збитків суб'єкта господарювання в результаті настання несприятливих умов (страхового випадку) є *фінансові ресурси страхової компанії*.

Загалом на ринку страхових послуг України страхові компанії пропонують різноманітні послуги, спрямовані на страхований захист суб'єктів господарювання, серед яких можна виділити:

- страхування кредитів (товарних, експортних);
- страхування інноваційних ризиків;
- страхування депозитних ризиків;
- страхування відповідальності;
- страхування на випадок недосягнення планового рівня рентабельності та ін.

Застосування в управлінні ризиками принципів нейтралізації через їх страхування з метою обґрунтування емісійної стратегії на ринку корпоративних об-

лігацій може стати основою обґрунтування таких управлінських фінансових рішень.

1. Випуск і розміщення корпоративних облигацій у формі *забезпечених облигацій*, виплата основної суми боргу та процентних платежів, за якими забезпечена застава у формі виокремленої, чітко визначеної частини активів такого емітента облигацій або самого емітента як цілісного майнового комплексу.

2. Випуск і розміщення корпоративних облигацій у формі *гарантованих облигацій*, виплата основної суми боргу та процентних платежів за такими облигаціями забезпечена солідарною відповідальністю емітенту і його гаранта (гарантів), у тому числі страхової компанії.

Отже, підприємство досягає диверсифікації ризику оголошення дефолту, що позитивно сприймається на ринку капіталу і, відповідно, мінімізує граничну вартість капіталу.

9.3.4. Диверсифікація як засіб зменшення величини фінансового ризику

Особливим напрямом управління фінансовими ризиками (у частині їх нейтралізації), прийнятих суб'єктом господарювання на утримання, є **диверсифікація ризиків** — фінансово-математична модель оптимізації прийняття управлінських фінансових рішень з метою зменшення сукупного фінансового ризику за рахунок його усереднення між складовими, що характеризуються різним рівнем специфічного ризику.

Під диверсифікацією необхідно розуміти специфічну фінансово-математичну технологію обґрунтування управлінських фінансових рішень про розподіл сукупного ризику суб'єкта господарювання шляхом розширення сукупності носіїв такого ризику.

Нейтралізація фінансових ризиків на основі диверсифікації тісно пов'язана із портфельним аналізом, при цьому вона може використовуватися як для диверсифікації фінансових ризиків, що пов'язані з конкретними активами (наприклад, цінні папери), так і ризиків, носіями яких є господарські операції (наприклад, джерела позикового фінансування).

Отже, можна говорити про такі форми диверсифікації:

- диверсифікація активів;
- диверсифікація джерел капіталу;
- диверсифікація продукції;
- диверсифікація боргових зобов'язань;
- диверсифікація фінансових вкладень та ін.

У сучасній практиці корпоративних фінансів використовуються два основні *критерії диверсифікації* — фінансово-математична форма узгодження рівня фінансового ризику суб'єкта господарювання та абсолютної величини цільового показника.

У разі використання в процесі диверсифікації фінансових ризиків прибутковості (рентабельності) як цільового показника можна обґрунтувати такі критерії (обмеження оптимізації):

1) *максимізація рентабельності (цільового показника диверсифікації) за фіксованого максимального рівня фінансового ризику:*

$$\begin{cases} f(R) \Rightarrow \max \\ \bar{\sigma} \leq \sigma_t \end{cases}, \quad (9.11)$$

де $f(R)$ — функція цільового показника;

$\bar{\sigma}$ — усереднене значення фінансового ризику, отримане в результаті диверсифікації;

σ_t — максимальний рівень фінансового ризику, рівень якого прийнятний для суб'єкта господарювання в даних конкретних умовах;

2) *мінімізація рівня фінансового ризику за фіксованого мінімального рівня рентабельності (цільового показника):*

$$\begin{cases} \bar{\sigma} \Rightarrow \min \\ f(R) \geq R_t \end{cases}, \quad (9.12)$$

де $f(R)$ — функція цільового показника;

$\bar{\sigma}$ — усереднене значення фінансового ризику, отримане в результаті диверсифікації;

R_t — мінімально прийнятний рівень рентабельності (цільового показника), що прийнятний для суб'єкта господарювання в даних конкретних умовах.

Застосування в управлінні ризиками принципів стратегії нейтралізації ризиків на основі диверсифікації може стати основою обґрунтування управлінських фінансових рішень про формування розгалуженої мережі дилерів і реселерів (на зменшення залежності від одного каналу збуту); розширення асортименту продукції, робіт і послуг (для зменшення залежності від ринкової кон'юнктури до одного продукту); розширення переліку форм грошових розрахунків, що використовуються в оплаті рахунків покупцями (для зменшення залежності від ризиків, пов'язаних із грошовими розрахунками).

9.3.5. Стратегія хеджування ризиків

Одним із напрямів нейтралізації фінансових ризиків є активна стратегія нейтралізації із використанням похідних цінних паперів або введенням певних застережних умов до господарських договорів, що забезпечують прив'язку зміни результуючого показника до певного індикатора — *хеджування ризиків*.

У сучасній практиці корпоративних фінансів похідні фінансові інструменти використовуються у страхуванні ризиків, що пов'язані з потенційною зміною

цін на певні активи, зокрема зміною валютних курсів, вартості сировини і матеріалів.

Механізм хеджування фінансових ризиків зміни цін на базові активи полягає в обґрунтуванні управлінських фінансових рішень щодо стратегії здійснення зустрічних торговельних операцій з купівлі-продажу базових активів на основі сукупності похідних фінансових інструментів, до яких відносять:

- форвардні контракти;
- ф'ючерсні контракти;
- опціони;
- своп-контракти;
- варанти та ін.

Аналізуючи особливості формування стратегій хеджування фінансових ризиків на основі зазначених вище похідних цінних паперів, необхідно наголосити на наявності функціонально-організаційних відмінностей у порядку використання похідних інструментів для цілей нейтралізації ризиків зміни цін на базові активи та отримання спекулятивного прибутку.

Ідентифікація та структурування господарських операцій суб'єкта господарювання із похідними цінними паперами як складових стратегії хеджування передбачає дотримання певних критеріїв, у тому числі:

- по-перше, ідентифікація носія фінансового ризику — базового активу, щодо якого існує достатньо високий рівень імовірності зміни масштабу цін, що, відповідно, формує загрозу негативного впливу на фінансово-господарську діяльність суб'єкта господарювання і, відповідно, вимагає її нейтралізації (хеджування);
- по-друге, обґрунтування типу інструменту хеджування ідентифікованого фінансового ризику та однозначне визначення ринкової позиції стосовно такого інструменту;
- по-третє, оцінка адекватності абсолютної величини хеджу та її достатності для попередження (або покриття) потенційних збитків підприємства в результаті зміни масштабу цін на базові активи.

Невідповідність особливостей використання похідного фінансового інструменту визначеним критеріям дає змогу ідентифікувати його як спекулятивний.

Варіантом хеджування ризиків при обґрунтуванні емісійної стратегії суб'єкта господарювання на ринку корпоративних облігацій може вважатися *введення застережень на визначення відносної величини регулярного купону*, що виплачується підприємством власнику такої облігації.

Отже, підприємство може випустити та розмістити такі види корпоративних облігацій:

— корпоративні облігації із фіксованим купоном (рис. 9.9); така форма фіксації величини купона за облігаціями дає змогу уникнути різкого зростання вартості залучення капіталу на ринку, однак підприємство повністю несе ризики, пов'язані з різким падінням процентної ставки і, відповідно, необхідністю переплачувати;

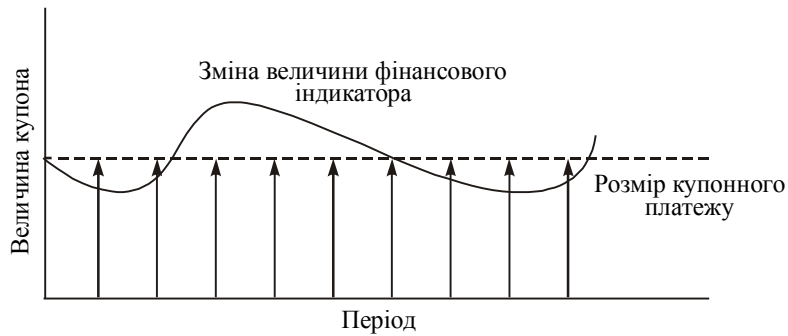


Рис. 9.9. Формування величини фіксованого купона за облігаціями

- корпоративні облігації з плаваючим купоном. За такого варіанта фіксації величини купона за корпоративними облігаціями (прив'язка до фінансового індикатора) підприємство має можливість у певний спосіб перерозподілити ризики із власником такої облігації шляхом періодичного перегляду величини регулярного купонного платежу (рис. 9.10).

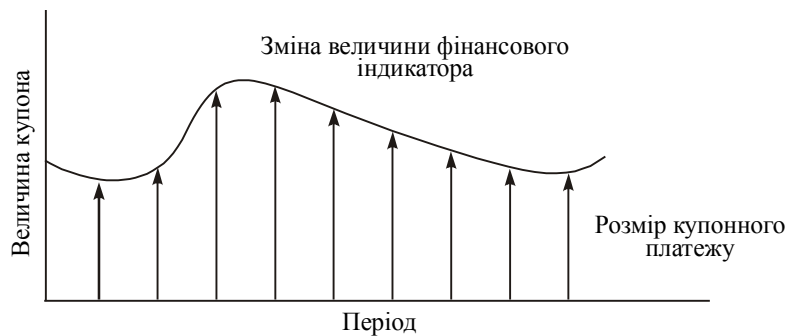


Рис. 9.10. Формування величини плаваючого купона за облігаціями

Серед можливих варіантів визначення абсолютної величини купона можна визначити такі:

- корпоративні облігації з плаваючим купоном, із установленим максимумом величини купона дають змогу суб'єкту господарювання суттєво зменшити (залежно від величини встановленого максимуму) втрати, пов'язані із ризиком зростання вартості обслуговування залученого капіталу (рис. 9.11);
- корпоративні облігації з плаваючим купоном, із установленим мінімумом величини купона. Дана форма фіксації величини купонного платежу емітента використовується з метою підвищення інвестиційної привабливості облігацій, оскільки гарантує певний мінімальний рівень доходу власників таких облігацій (рис. 9.12);
- корпоративні облігації з плаваючим купоном, із установленим коридором зміни (мінімумом і максимумом) величини купона — рис. 9.13.

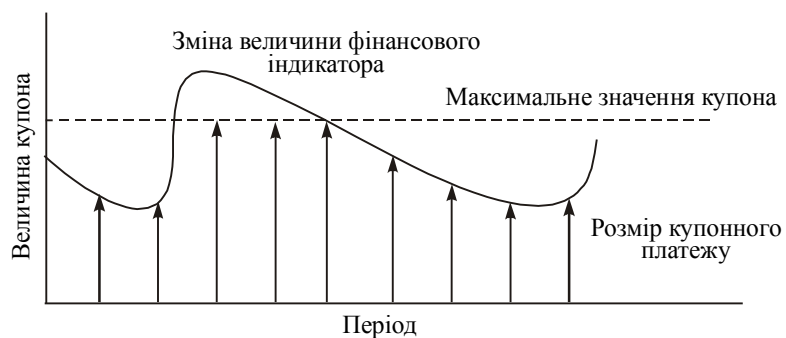


Рис. 9.11. Формування величини плаваючого купона за облігаціями із обмеженням по максимальній величині

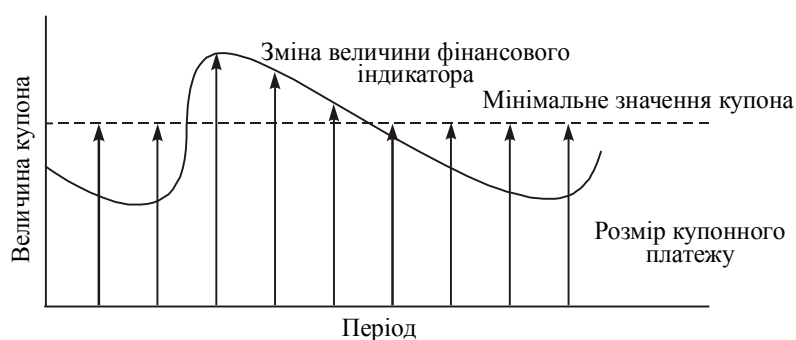


Рис. 9.12. Формування величини плаваючого купона за облігаціями з обмеженням по мінімуму

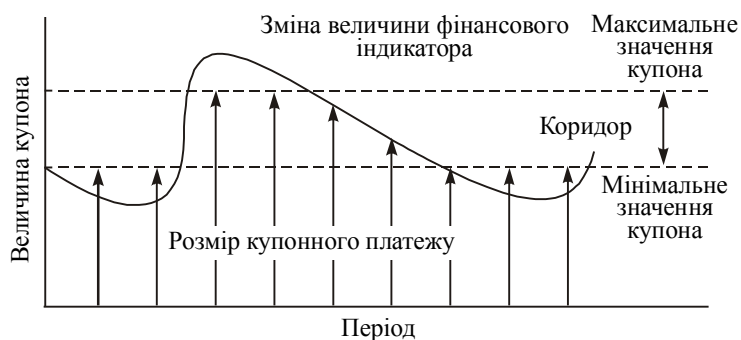


Рис. 9.13. Формування величини плаваючого купона за облігаціями з коридором зміни

Використання різних методів визначення величини купона дає змогу підприємству (як емітенту, так і інвестору) управляти ризиком зміни процентних ставок на ринку капіталу, оскільки плаваючий купон прив'язується до певного індикатора (на західних ринках капіталу найчастіше використовується ставка LIBOR).

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 9

Управлінські рішення про фінансово-господарську діяльність підприємства ухвалюється в умовах невизначеності, що уявляється як відсутність обізнаності щодо ймовірнісних характеристик потенційної події і/або її наслідків у межах визначеного періоду часу. Така невизначеність не може бути врахована під час прийняття управлінського фінансового рішення без належного її аналізу, результати якого й формують усвідомлення організацією ризиків, з якими вона зіштовхується, ухвалюючи те чи інше рішення.

Управління ризиками є доволі новим напрямом фінансового управління діяльністю підприємства, покликаним забезпечити гнучкість підприємства до мінливості його внутрішнього та зовнішнього оточення.

Ризикові події, що конкретизують невизначеність результатів фінансово-господарської діяльності підприємства, можуть бути згруповані в різні класи та типи ризиків за критеріями, актуальність яких визначається в конкретних умовах проведення аналізу. Загалом виокремлюють такі три глобальні види фінансових ризиків, як ринковий, кредитний, операційний.

Невизначеність результатів фінансово-господарської діяльності підприємства може стати об'єктом фінансового управління лише за умови її конкретизації у вигляді конкретної ризикової події з подальшим її кількісним і якісним дослідженням, результати якого формують базис розробки стратегії реагування на такий ризик.

На забезпечення ефективної практики фінансового ризик-менеджменту використовується сукупність інструментів і засобів контролю ризиків підприємства, які можна впорядкувати за групами відповідно до сутності таких інструментів, наприклад, «4П» (поглинання, прийняття, перетворення, передача).

Загалом основною категорією способів реагування підприємства на ризики є пом'якшення ризику як спосіб використання активних методів контролю ризику, спрямованих на зменшення ймовірності настання ризикової події і/або величини її наслідків, значимих для цілей організації.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Назвіть критерії класифікації ризиків підприємства.
2. Охарактеризуйте сукупний ризик суб'єкта господарювання і структуруйте його.

3. *Визначте поняття операційних ризиків і приведіть господарські операції, реалізація яких є джерелом такого ризику.*
4. *Визначте поняття інвестиційних ризиків і приведіть господарські операції, реалізація яких є джерелом такого ризику.*
5. *Визначте поняття фінансових ризиків і приведіть господарські операції, реалізація яких є джерелом такого ризику.*
6. *Охарактеризуйте сучасні концепції організації управління ризиками.*
7. *Охарактеризуйте модель управління ризиками та визначте основні її складові.*
8. *Обґрунтуйте можливі напрями застосування портфельного аналізу для управління фінансовими ризиками.*
9. *Визначте функціонально-організаційні характеристики управління ризиками на етапі їх нейтралізації.*
10. *Обґрунтуйте основні переваги та недоліки стратегій нейтралізації ризиків, що визначають сферу їх оптимального використання.*
11. *Охарактеризуйте явище толерантності ризику та визначте особливості стратегії уникнення ризиків.*
12. *Обґрунтуйте оптимальну сферу використання в управлінні ризиками стратегії уникнення та стратегії утримання.*
13. *Визначте особливості реалізації стратегії страхування ризиків.*
14. *Порівняйте доцільність використання самострахування і комерційного страхування для потреб управління ризиками.*
15. *Обґрунтуйте функціональні моделі диверсифікації фінансових ризиків підприємства.*
16. *Визначте основні цілі хеджування ризиків як форми їх нейтралізації.*
17. *Порівняйте переваги і недоліки варіантів стратегії утримання ризиків (страхування, диверсифікація, хеджування).*

ЛІТЕРАТУРА

1. *Энциклопедия финансового риск-менеджмента / [под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова]. — М.: Альпина Паблишер, 2003.*
2. *Jorion Ph. Financial Risk Manager handbook, 2nd edition, John Wiley & Sons, New Jersey, 2003.*
3. *Jorion Philippe. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk. — 2nd edition. — McGraw-Hill, 2003.*
4. *Hull J. Options Futures and others Derivatives. — 8th Ed. — New York: PPH, 2012.*

АНАЛІЗ ФІНАНСОВИХ ЗВІТІВ ПІДПРИЄМСТВ У ПРИЙНЯТТІ УПРАВЛІНСЬКИХ РІШЕНЬ

Вивчивши матеріал цього розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- склад, зміст, принципи і мету складання фінансової звітності, роль аналізу її показників в обґрунтуванні управлінських рішень;
- інформаційно-аналітичні можливості використання бухгалтерських даних, що містяться у формах фінансової звітності;
- логіку, алгоритм, тематику застосування найбільш інформативних показників і доцільних прийомів і методів фінансового аналізу в дослідженні даних звіту про фінансовий стан, звіту про сукупний дохід, звіту про рух грошових коштів, звіту про власний капітал;
- особливості організації, методика та методологію проведення аналізу форм фінансової звітності;
- еволюційний характер розвитку та вдосконалення методів і прийомів фінансового аналізу, зміст та особливості їх застосування під час вивчення інформації, наведеної в фінансовій звітності;
- технологію врахування результатів аналізу, отриманих під час дослідження фінансової звітності, в процесі розробки та прийняття управлінських рішень фінансового характеру.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- визначати тематику, напрями та послідовність проведення аналізу фінансової звітності відповідно до поставлених завдань або отриманих під час експрес-аналізу результатів;
- обирати та застосовувати залежно від цілей і об'єкта аналізу ефективні прийоми і методи дослідження окремих форм фінансової звітності з метою отримання найбільш інформативних і достовірних показників майнового і фінансового стану підприємства, а також фінансових результатів його діяльності;

- вивчати та оцінювати тенденції змін досліджуваних показників, виявляти причини цих змін і визначати їх вплив на фінансовий стан підприємства, а також перспективи його розвитку;
- визначати вплив факторів на величину результативних показників, що досліджуються; аналізувати кінцеві результати фінансово-господарської діяльності підприємства, виявляти основні напрями пошуку резервів зміцнення фінансового стану підприємства;
- оцінювати виявлені резерви підвищення ефективності формування, розміщення і використання фінансових ресурсів з позицій можливості та доцільності їх використання на підприємстві;
- виявляти недоліки, слабкі місця в існуючій на підприємстві системі управління фінансами, розкривати її невикористані можливості, оцінювати заходи з їх усунення;
- розробляти обґрунтований і практично підтверджений алгоритм прийняття управлінських рішень з урахуванням результатів, отриманих під час аналізу фінансової звітності.

Основні терміни і поняття

Вертикальний фінансовий аналіз

Горизонтальний аналіз

Коефіцієнтний метод фінансового аналізу

Метод аналізу фінансової звітності

Порівняльний аналіз

Фінансова звітність

Фінансовий аналіз

Фінансовий стан підприємства

Фінансові коефіцієнти

Читання фінансової звітності

10.1. МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ АНАЛІЗУ ФІНАНСОВИХ ЗВІТІВ

У сучасних умовах господарювання, що характеризуються високим рівнем невизначеності майбутнього, загрозами і небезпекою з боку зовнішнього середовища, проблема прийняття ефективних управлінських фінансових рішень набуває особливої актуальності. З цих причин економічними суб'єктами глибоко усвідомлена значущість отримання інформації, яка дозволяє всебічно обґрунтовувати стратегічні і тактичні фінансові рішення, знижувати ризик під час розробки програм економічного розвитку та бізнес-плануванні, обирати надійних партнерів і передбачати фінансові результати своєї діяльності.

Повну, неупереджену та достовірну інформацію про стан і результати діяльності підприємства надає фінансова звітність, яка є одним із джерел інформаційного забезпечення фінансового менеджменту.

Фінансова звітність — це сукупність форм бухгалтерської звітності, які складені на підставі даних фінансового обліку і містять інформацію про фінан-

совий стан, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства за звітний період.

Бухгалтерська звітність включає: звіт про фінансовий стан (баланс — форма № 1), звіт про сукупний дохід (форма № 2), звіт про рух грошових коштів (форма № 3), звіт про власний капітал (форма № 4) і примітки.

Метою бухгалтерської звітності є забезпечення загальних інформаційних потреб широкого кола користувачів, які покладаються на неї як на основне джерело фінансової інформації під час прийняття ними фінансових рішень.

Усіх користувачів фінансової звітності поділяють на дві групи: *зовнішніх* (кредитори, інвестори, покупці, замовники постачальники, підрядники, органи влади) і *внутрішніх* (засновники, власники майна, фінансові менеджери).

Вивчаючи бухгалтерську звітність суб'єкти ринкових відносин переслідують різні цілі: кредиторів цікавить здатність підприємства своєчасно погашати свої борги, рівень віддачі на вкладений капітал, ефективність його використання; інвесторів — перспективи і темпи економічного розвитку суб'єкта господарювання, його здатність генерувати прибуток, рівень ділової та інноваційної активності; покупці і постачальники акцентують увагу на ліквідності, платоспроможності та фінансовій стійкості та інших характеристиках фінансового стану, які визначають рівень стабільності та надійності їхнього партнера. Для внутрішніх користувачів інформація бухгалтерської звітності слугує основою у прийнятті рішень, пов'язаних з операційною, інвестиційною та фінансовою діяльностями.

Оскільки роль різних користувачів бухгалтерської звітності до діяльності суб'єкта господарювання специфічна (хоча б через нетотожність їх інтересів), масив облікових даних для них не може бути рівнодоступним. Має бути забезпечений консенсус між інформаційною забезпеченістю і конфіденційністю окремих облікових даних. Останні повинні бути значущими, достовірними, надійними, вірогідними, релевантними, щоб виступати інформаційним ресурсом у системі фінансового управління.

Однак фінансові дані, що накопичуються і генеруються в системі бухгалтерського обліку та відображаються в звітності, потрібні не самі по собі, вони стають цінними лише тоді, коли є можливість їх використання для аналітичного обґрунтування фінансових управлінських рішень. Неспонтанне їх прийняття виправдано, якщо супроводжується певною аргументацією — розрахунками показників, визначенням тенденцій і закономірностей. Тому однією з найважливіших систем підтримки ефективного фінансового управління є аналіз даних фінансової звітності, що є надійним інструментом, завдяки якому всі ринкові суб'єкти можуть підвищувати якість розробки та прийняття своїх управлінських рішень, а також забезпечувати контроль за їх виконанням.

Аналіз фінансової звітності — це процес ідентифікації, систематизації та аналітичної обробки даних бухгалтерської звітності, результатом якого є надання користувачу рекомендацій, які можуть слугувати формалізованою основою для прийняття управлінських рішень стосовно об'єкта дослідження.

Такий аналіз дає можливість оцінити достатність капіталу, доцільність залучення додаткових джерел фінансування, ефективність їх використання, майно-

вий і фінансовий стан, рівень інвестиційної привабливості та ділової активності. Є основою для прийняття фінансових рішень.

Саме в процесі аналізу формується управлінське знання, коли від елементарної констатації факту, що має місце в фінансово-господарській діяльності підприємства, переходять до розуміння його змісту, природи виникнення; усвідомлення причин, що супроводжують його появу; розгляду бажаних або небажаних наслідків; відпрацювання і вибору варіантів реагування на його наявність і тенденції змін.

Головна мета аналізу фінансової звітності — ідентифікація, систематизація та обробка первинних даних, що містяться в формах бухгалтерської звітності, та створення інформаційної основи для прийняття управлінських рішень, якість яких визначається рівнем і своєчасністю проведеного дослідження. Конкретизація та альтернативність локальних цілей даного виду аналізу залежить від інформаційних інтересів конкретних користувачів фінансової звітності.

Цілі аналізу досягаються в результаті вирішення певного набору взаємопов'язаних аналітичних завдань¹. Основними серед них є: а) обрання основної тематики дослідження з урахуванням інформаційних інтересів користувачів звітності, визначення, у відповідності із нею, необхідних для деталізації напрямів аналізу, послідовності їх розгляду; б) оцінка готовності даних бухгалтерської звітності до аналізу, перевірка їх достовірності; в) збір, підготовка, систематизація, узагальнення та обробка даних фінансового характеру; трансформація бухгалтерської звітності в аналітичний вигляд; г) вибір методів і прийомів дослідження, формування всієї сукупності інструментів, необхідних для аналізу; д) визначення загальних тенденцій фінансово-економічного розвитку об'єкта вивчення; ідентифікація ознак і характеристик наявних у нього фінансових ситуацій; виявлення причин змін показників і факторів, що їх обумовили; виявлення резервів покращення фінансового та майнового становища підприємства; е) розробка пропозицій, спрямованих на усунення фінансових загроз, на удосконалення процесу управління фінансовими ресурсами підприємства та підвищення ефективності його діяльності в перспективі.

Аналіз фінансової звітності — один з важливих механізмів отримання інформації, необхідної для прийняття зважених управлінських рішень. Від його якості, точності та оперативності багато в чому залежить ефективність фінансового управління. Ті висновки, які підкріплені аналітичними розрахунками, що базуються на даних, відображених у формах фінансової звітності, є найобґрунтованішими. З огляду на це, даний вид аналізу має обов'язково передувати процесу прийняття і розробки рішень.

Оскільки аналіз фінансової звітності є місткою галуззю дослідження, яка поряд із аналітичними розрахунками включає ще й обґрунтування рішень фінансового характеру, він є важливою складовою фінансового менеджменту. Тому мета такого виду аналізу підпорядкована цілям фінансового менеджменту, які реалізуються в підтриманні платоспроможності, фінансової стійкості, максимізації кінцевих фінансових результатів, забезпеченні високих темпів економіч-

¹ Аналітичне завдання являє собою конкретизацію цілей аналізу з урахуванням організаційних, інформаційних, технічних і методичних можливостей його проведення.

ного розвитку та підвищенні ринкової капіталізації підприємства. Такий аналіз як частина фінансової роботи, яку здійснюють відповідні підрозділи суб'єкта господарювання, дає можливість об'єктивно оцінювати рівень ефективності використання фінансових ресурсів, сформованих із різних джерел; знаходити резерви покращення майнового і фінансового стану підприємства; сприяти визначенню оптимальних темпів розвитку економічного суб'єкта; надавати підготовлену інформацію для поточного і стратегічного фінансового управління; своєчасно застосовувати заходи, спрямовані на забезпечення платоспроможності, підтримання фінансової стійкості та прийняттого рівня ліквідності.

Основними особливостями аналізу фінансової звітності є:

- базування на загальнодоступній (публічній) інформації;
- забезпечення загальної характеристики майнового і фінансового стану підприємства;
- пріоритетність оцінок ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості, ділової активності та рентабельності;
- інформаційне забезпечення фінансових рішень тактичного і стратегічного характеру;
- домінанта вартісного вимірювача у системі критеріїв;
- можливість уніфікації складу та змісту розрахунково-аналітичних процедур;
- високий рівень достовірності та верифікованості результатів аналізу.

У практичному сенсі успішність аналізу фінансової звітності визначається мірою дотримання його основних принципів, серед яких варто виділити:

а) *принцип цільової орієнтованості* — аналізу фінансової звітності має передувати чітке та неоднозначне формулювання, усвідомлення та фіксування базового цільового орієнтиру (мети), який визначатиме структурування і змістовне наповнення такого аналізу;

б) *принцип програмування* — необхідна наявність достатньо чіткої програми аналізу, включаючи відпрацювання та ідентифікацію локальних цілей, аналітичних завдань, бажаних результатів, доступних ресурсів, розрахункових алгоритмів тощо;

в) *принцип розгортання* — аналіз має здійснюватися в напрямі «від загального до окремого»;

г) *принцип оцінки аномалій* — будь-які суттєві відхилення від аналогічних показників за попередній період, нормативних, планових або середньогалузевих їх значень мають пояснюватися і ретельно досліджуватися;

д) *принцип системності індикаторів* — завершеність і цілісність аналітичних процедур у значній мірі визначається обґрунтованістю використовуваної сукупності показників і критеріїв, до відбору яких слід підходити зважено, із врахуванням всього спектра аналітичних завдань, покладених в основу здійснюваного тематичного напрямку аналізу;

е) *принцип адекватності аналітичного інструментарію* — вибір системи оціночних показників, прийомів і методів має ґрунтуватися на доцільності та виправданості їх застосування з огляду на поставлені цілі та завдання аналізу;

ж) *принцип періодичності здійснення* — дозволяє створити цілісне уявлення про динаміку фінансових показників;

з) *принцип комплексності підходу до аналізу фінансової звітності* — передбачає охоплення у процесі його здійснення всіх аспектів фінансово-господарської діяльності;

і) *принцип акцентованості висновків* — аналіз має завершуватися узагальненням отриманих результатів і формулюванням відповідних висновків і рекомендацій;

к) *принцип оперативності* — обумовлений істотним впливом результатів аналізу, їх точності, об'єктивності та швидкості отримання на прийняття управлінських рішень. Тільки за умов своєчасного здійснення аналітичного дослідження забезпечується можливість попередження негативних фінансово-економічних ситуацій, уникнення негативних наслідків їх прояву.

Аналізу фінансової звітності властивий системний комплексний підхід, що враховує цілісність об'єкта дослідження, взаємозв'язки і взаємодії окремих сторін його фінансово-господарської діяльності та їх суперечливий вплив на кінцеві фінансові результати.

З цих причин у міжнародній практиці важливою складовою даного виду дослідження є *аналіз внутрішньої звітності суб'єкта господарювання*, що передбачає читання фінансових звітів його окремих підрозділів (бізнес-одиниць). Залежно від рівня економічної самостійності звітність останніх включає різну кількість форм і різну ступінь деталізації облікових показників.

Якщо, наприклад, окрема бізнес-одиниця являє собою центр прибутку, що реалізує локальний процес виробництва певної групи товарів (робіт, послуг), вона має свій баланс і звіт про кінцеві фінансові результати.

Аналіз такої звітності всіх аналогічних підрозділів компанії дозволяє виявляти відмінності у рівнях і темпах змін їхньої доходності та на цій основі здійснювати оптимізацію структури виробничого асортименту, а в межах стратегічного планування — забезпечувати внутрішні переливи прибутку з метою своєчасного оновлення матеріально-технічної бази тих чи тих бізнес-одиниць і компанії у цілому.

Для всебічного аналізу звітності в сучасних умовах господарювання використовується не лише внутрішня інформація, а й зовнішня. Так, з метою оцінки ділової активності, як база порівняння розглядається дані про результати діяльності аналогічних підприємств, середньогалузеві або середньорегіональні показники, а також кращі досягнення аналогічних суб'єктів діяльності. В останньому випадку йдеться про застосування такого популярного в сучасній аналітичній практиці методу, як *бенчмаркінг*.

Появу бенчмаркінгу пов'язують з Інститутом стратегічного планування Кембриджу, в якому в 1972 р. під час дослідницької діяльності консалтингової групи PIMS було сформульовано його основний принцип: «для того щоб знайти ефективне рішення в сфері конкуренції, необхідно знати найкращий досвід інших підприємств, які досягли успіху у подібних умовах». Після цього бенчмаркінг став активно впроваджуватися в багатьох американських, японських, західноєвропейських і скандинавських компаніях: спочатку в маркетинговій політиці, а згодом — і в сфері фінансів.

Застосування бенчмаркінгу в фінансовій сфері компаній було обумовлено необхідністю вирішення одного із важливих завдань фінансового менеджменту, пов'язаного із забезпеченням високого рівня конкурентоспроможності.

Фінансовий бенчмаркінг — це всебічний порівняльний аналіз фінансового стану і фінансових результатів діяльності компанії з аналогічними показниками кращих бізнес-структур для подальшого використання прихованих можливостей у напрямі підвищення ефективності управлінських рішень, пов'язаних із формуванням, розміщенням і використанням капіталу. Фінансовий бенчмаркінг дозволяє суб'єктам підприємницької діяльності відстежувати зміни і становище її конкурентного оточення, сильні сторони еталонних підприємств і на основі отриманої інформації приймати правильні рішення для забезпечення високого рівня ефективності.

Однак у ситуації, коли кардинально змінюються домінянти конкурентних переваг, крім порівняльного аналізу традиційних вимірювачів ефективності діяльності підприємницьких структур, актуальними стають питання аналізу інтелектуального капіталу. Тепер ігнорувати інтереси тих, хто є носієм цього унікального ресурсу, та орієнтуватися виключно на максимізацію добробуту власників фінансового капіталу вважається недалекоглядною позицією. Тому все більш значущими в управлінні стають стейкхолдери (stakeholders)¹. Це фізичні та юридичні особи, без підтримки яких неможливе функціонування та успішний розвиток будь-якої бізнес-структури. До стейкхолдерів належать персонал компанії, власники фінансового і фізичного капіталів, споживачі, постачальники, держава, суспільні організації.

Про нову стейкхолдерську модель управління і фінансового аналізу науковий світ змусило заговорити виникнення концепції довгострокового стійкого розвитку (Sustainability), яка визнає значущість не лише економічних благ, а й соціальних цінностей та екологічної відповідальності бізнес-структур. У її контексті суб'єкт господарювання розглядається як портфель різноманітних контрактів, що акцентує увагу на значній чисельності учасників прийняття рішень. Оскільки самоцінність інтелектуального капіталу, як капіталу взагалі, визначається не його наявністю, а ефективністю використання, то врахування інтересів стейкхолдерів є важливим завданням у забезпеченні суб'єкта підприємницької діяльності стратегічно важливими ресурсами, необхідними для ефективної діяльності та стійкого розвитку.

Перетворення знань щодо захисту навколишнього середовища та комунікаційних напрацювань у напрямі співпраці з екологічними та благодійними організаціями на один із факторів створення нової вартості обумовило поступовий перехід суб'єктів підприємницької діяльності до соціально відповідального бізнесу². Ним у повній мірі усвідомлюється важливість внеску у вирішення завдань соціального розвитку та екологічної безпеки, у зв'язку із чим

¹Як доводить практика підприємницької діяльності, стейкхолдери активно впливають на її результативність. Не випадково 72 % власників компаній по всьому світу визнають, що успішні бізнесмени враховують інтереси не лише акціонерів, а й більш широкого кола зацікавлених груп.

²*Соціально відповідальний бізнес* — це концепція, згідно з якою компанії добровільно інтегрують соціальні та екологічні аспекти у комерційну діяльність і взаємодію із зацікавленими сторонами. Основними критеріями соціально відповідального бізнесу є добросовісна сплата податків, виконання вимог міжнародного, державного, регіонального законодавства, виробництво та реалізація якісної продукції, реалізація корпоративних програм з підвищення кваліфікації, охорони здоров'я, матеріального стимулювання працівників, реалізація благодійних і спонсорських проєктів, захист екології та ін.

прийняття рішень відбувається з урахуванням інтересів усіх зацікавлених осіб, результати реалізації яких знаходять своє відображення у відповідній соціальній звітності¹.

Соціальна звітність — це засіб публічного інформування усіх зацікавлених користувачів — акціонерів, працівників, партнерів, клієнтів, суспільства про те, якими темпами і завдяки чому компанія реалізує цілі, закладені в стратегічних планах її розвитку стосовно економічної стійкості, соціального благополуччя та стабільності.

Інформація, що міститься в соціальній звітності, підвищує прозорість підприємницької структури, сприяє удосконаленню її ділових відносин і розширенню ринків збуту, підвищує імідж, покращує репутацію компанії та забезпечує розвиток інших складових її інтелектуального капіталу, використання якого впливає на формування кінцевих фінансових результатів.

Через різноманітність складу елементів інтелектуального капіталу, застосування лише фінансових показників для аналізу компанії зі значною часткою цього унікального ресурсу, є недостатнім. Тому як відповідь на виклик часу з'являються модифіковані аналітичні підходи до обґрунтування фінансових рішень, в яких разом із фінансовими індикаторами досліджуються маркери досягнення цілей, що відповідають інтересам стейкхолдерів.

Прикладом формалізованого вимірювання складових інтелектуального капіталу є система збалансованих показників Д. Нортон і Р. Каплана². Вона являє собою обліково-аналітичний інструмент, що включає як фінансові, так і нефінансові показники ефективності діяльності, використання яких здатне забезпечити раціональну розробку стратегічних цілей компанії та контроль за їх досягненням. У системі збалансованих показників фінансова група показників доповнена оціночними характеристиками клієнтського капіталу (зовнішнє становища компанії на ринку і маркетингові цілі), людського капіталу (розвиток персоналу) та організаційного капіталу (вдосконалення внутрішніх бізнес-процесів).

Таким чином, наведені приклади доводять, що сучасний аналіз фінансової звітності зазнає суттєвих змін, пов'язаних із розширенням інформаційної бази, використанням нових методів дослідження та цільовою спрямованістю бізнесу. Остання полягає в обґрунтуванні управлінських рішень, наслідки яких відбуватимуться в найближчому й віддаленому майбутньому.

Тож в умовах, коли функціонування підприємницьких структур характеризуються динамічним розвитком соціально-економічного середовища, фінансовий аналіз, основою якого є аналіз фінансової звітності, має бути зорієнтований на перспективну оцінку фінансового стану та фінансову стійкість із позиції їх відповідності цілям розвитку підприємства в умовах існуючої невизначеності та

¹*Нефінансова звітність (соціальна звітність, звітність зі сталого розвитку)* — це документально оформлена сукупність даних компанії, що відображає середовище її існування, принципи та методи співпраці з групами впливу, а також результати діяльності в економічній, соціальній та екологічній сфері життя суспільства. Є формою документального підтвердження соціальної політики, яка проводиться бізнес-структурами щодо внутрішніх і зовнішніх груп зацікавлених осіб — стейкхолдерів.

²*Kaplan R.S. The Balanced Scorecard — Measures then drive Performance / Kaplan R. S., Norton D. P. // Harvard Business Review. — 1992. — Vol.70. — N 1. — P. 71-79.*

ризик. Аналіз рівня відповідності фінансових можливостей економічного суб'єкта поставленим завданням дозволить уникнути наслідків від прийняття незважених фінансових рішень, які можуть мати незворотний характер.

З метою підвищення обґрунтованості процесу розробки управлінських рішень можуть бути застосовані ті чи інші підходи аналізу, наприклад, SWOT-, GAP- або PEST-аналіз.

10.2. АНАЛІЗ ЗВІТУ ПРО ФІНАНСОВИЙ СТАН

Основним звітним документом фірми є *бухгалтерський баланс*, який являє собою моментальний знімок фінансово-господарського стану суб'єкта господарювання на певну дату. Бухгалтерський баланс дозволяє скласти думку про ліквідність підприємства, його фінансову гнучкість, здатність генерувати прибуток, своєчасно сплачувати борги, дивіденди, визначати раціональність розміщення капіталу, його достатність для забезпечення поточної фінансово-господарської діяльності, розмір і структуру позикових коштів, доцільність їх залучення тощо.

Саму процедуру оцінок заведено називати читанням балансу. *Вміння читати баланс* — важлива професійна характеристика фінансиста, яка дає йому можливість складати прогнозовані баланси та управляти найважливішими фінансовими параметрами підприємницької структури. До того ж уміння читати фінансові звіти допомагає фінансовому аналітику мати правильне уявлення про фінансовий стан і виробничу діяльність інших компаній.

Баланс — звіт про фінансовий стан підприємства, який відображає на певну дату його активи, зобов'язання і власний капітал.

Під час дослідження балансу варто враховувати його особливості, а саме те, що він: 1) є історичним за природою і фіксує підсумки фінансово-господарської діяльності, які утворилися на момент його складання; 2) відображає статичку; 3) не може розглядатися ізольовано, без просторово-часового порівняння; 4) має доповнюватися показниками інших форм звітності для адекватної інтерпретації результатів аналізу; 5) не відображає змін у складі майна і джерел його формування; 6) містить балансову оцінку господарських засобів, яка не відповідає їх реальній ринковій вартості; 7) має достатню вихідну інформацію про склад активів і пасивів, який визначає фінансовий стан підприємства (цим пояснюється назва даної форми звітності — *Звіт про фінансовий стан*).

Загальна *мета аналізу балансу* — дослідження майнового і фінансового стану суб'єкта господарювання і перспектив його розвитку, результати якого є інформаційною основою у прийнятті рішень зацікавленими користувачами звітності.

До основних завдань аналізу балансу відносять: а) оцінку порівняльного аналітичного балансу; б) аналіз ліквідності балансу; в) аналіз майнового положення підприємства; г) аналіз складу та структури активів і джерел їх формування; д) рівень забезпеченості зобов'язань активами; е) аналіз дотри-

мання умов платоспроможності; ж) визначення рівня відповідності обраної підприємством стратегії фінансування «золотому правилу забезпечення фінансової стійкості» і «золотому правилу бізнесу»; з) аналіз показників фінансового стану підприємства; і) оцінку можливості збереження та нарощення капіталу і т. ін.

Баланс характеризує майнове становище підприємства з двох сторін: 1) активів, які використовуються з метою отримання прибутку; 2) джерел фінансування майнових цінностей. Тож є три системоутворюючі елементи, безпосередньо пов'язані з балансом: активи, власний капітал, зобов'язання.

З огляду на це, під час проведення аналізу балансу рекомендують дотримуватися певних цільових настанов.

В *аналізі активів*: виділяти основні аналітичні групи активів (необоротні та оборотні); оцінювати значущість окремих статей майна; визначати динаміку змін статей активів; порівнювати темпи їх змін зі змінами обсягів реалізації продукції; зіставляти поточні активи з поточними зобов'язаннями.

В *аналізі власного капіталу* необхідно: оцінювати його достатність для забезпечення фінансової стійкості; досліджувати його склад і структуру, виділяти його частини, що сформовані за рахунок внесків та прибутку; аналізувати причини змін власного капіталу; оцінювати наявність резервного капіталу як запасу фінансової міцності підприємства.

В *аналізі зобов'язань* потрібно: визначати розмір і питому вагу боргів, що залучені на різний термін (коротко-і довгострокові), є простроченими і непростроченими, забезпеченими чи незабезпеченими; оцінювати доцільність їх формування, напрями розміщення в майні та ефективність використання.

Логіка аналітичного дослідження балансу передбачає його проведення у два етапи: 1) попередня оцінка балансу; 2) деталізований аналіз балансу.

Попередня оцінка балансу дозволяє перевірити рівень надійності балансової інформації; здійснити її читання та економічну інтерпретацію показників, що характеризують наявність і динаміку змін оборотних і необоротних активів, власного і позикового капіталів; визначити основні напрями подальшого поглибленого аналізу.

Найпопулярнішим та найінформативнішим на даному етапі дослідження є порівняльний аналітичний баланс (його форму наведено в табл.10.1). Він будується на основі бухгалтерського балансу шляхом його доповнення показниками структури (гр.2, гр.4), динаміки (гр.5, гр.6) і структурної динаміки (гр.7).

Порівняльний аналітичний баланс корисний тим, що дозволяє систематизувати здійснені розрахунки, визначити зміни в майновому і фінансовому положенні, виявляти причини загального збільшення/зменшення вартості майна і джерел його формування, розкривати зрушення в складі активів і пасивів, а також робити висновки про джерела надходження коштів та їх розміщення в майні.

Для отримання детальнішої інформації про зміни фінансового стану підприємства можуть бути побудовані ідентичні порівняльному аналітичному балансу таблиці із показниками структури і динаміки окремих розділів активів чи пасивів балансу.

Таблиця 10.1

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІТИЧНИЙ БАЛАНС

Балансові статті	На кінець року				Зміни		
	Базисного		Звітного		абсолютне (+, -)	відносне (%)	структури
	Сума, грн	Питома вага, %	Сума, грн	Питома вага, %			
-А-	-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-	-7-
Активи							
1. Необоротні активи							
2. Оборотні активи							
Пасиви							
1. Власний капітал							
2. Позиковий капітал							
у тому числі залучений на:							
2.1. короткостроковій основі							
2.2. довгостроковій основі							
Підсумок балансу							

Під час аналізу активів рекомендовано звертати увагу на таке.

1. На зміни вартості майна: її зменшення може свідчити про скорочення господарського обороту та призводити до погіршення платоспроможності суб'єкта господарювання.

2. На пропорцію між необоротними та оборотними активами: перевищення поточних активів над необоротними активами (якщо тільки це можливо з огляду на сферу діяльності підприємства) вказує на формування достатньої мобільної структури майна, що позитивно позначається на його ліквідність і сприяє прискоренню обертання сукупного капіталу.

3. На структурні зрушення в складі оборотних активів: суттєве збільшення питомої ваги запасів ТМЦ може бути результатом їх невиправданого накопичення і призводити до негативних наслідків, пов'язаних із відволіканням коштів з обороту, уповільненням швидкості їх обертання, погіршенням якісного складу поточних активів, зростанням витрат на їх збереження, порушенням платіжної дисципліни і т. ін.

Накопичення запасів готової продукції чи товарів може відбуватися через зниження на них попиту чи недосконалість цінової політики.

Збільшення дебіторської заборгованості за одночасного зниження грошових активів підприємства може виступати наслідком несвоечасного надходження коштів від дебіторів, необґрунтованим вибором покупців, яким надана відстрочка платежу.

Під час аналізу пасивів необхідно звертати увагу на:

1) питому вагу власного і позикового капіталів у складі джерел фінансування: суттєва (понад 50 %) частка власного капіталу забезпечує нормальну фінан-

сову стійкість підприємства, вказує на його фінансову незалежність від зовнішніх джерел;

2) причини змін розміру власного капіталу: його збільшення, що обумовлене зростанням нерозподіленого прибутку і резервного капіталів, є результатом підвищення ефективності діяльності;

3) структуру зобов'язань, залучених на довго- і короткостроковій основі: збільшення довгострокових боргів може бути виправдано необхідністю їх вкладання в необоротні активи або інфляцією.

Однак зміни, виявлені в активах і пасивах, які розглядаються без їх зіставлення зі змінами фінансового результату, є недостатньою інформацією для отримання адекватних висновків. Тому рекомендують темпи змін балансових статей T_{BC} порівнювати із темпами змін обсягів реалізації продукції T_{PP} . У ситуації, коли $T_{PP} > T_{BC}$, вважається, що в звітному році порівняно із попереднім періодом підприємство використовувало свої фінансові ресурси більш ефективно.

Для оцінки динаміки розвитку суб'єкта господарювання дану нерівність розширюють шляхом включення до неї темпів змін таких ключових характеристик фінансово-господарської діяльності, як сукупний капітал T_{CK} і прибуток T_{II} . Найоптимальнішим є такий результат порівняння:

$$100\% < T_{CK} < T_{PP} < T_{II}, \quad (10.1)$$

де перша нерівність ($100\% < T_{CK}$) означає, що економічний потенціал підприємства зростає, розширюються масштаби його діяльності.

Друга нерівність ($T_{CK} < T_{PP}$) вказує на те, що порівняно зі збільшенням економічного потенціалу обсяг реалізації зростає суттєвішими темпами, тобто ресурси комерційної структури використовуються ефективніше, підвищується віддача з кожної грошової одиниці, вкладеної в підприємство.

Третя нерівність ($T_{PP} < T_{II}$) свідчить, що прибуток зростає випереджальними темпами завдяки відносному зниженню витрат, пов'язаних із виробництвом та обігом, яке є результатом дій, спрямованих на оптимізацію технологічного процесу і взаємовідносин із контрагентами.

Однак можливі відхилення від цієї ідеальної моделі зіставлень, які не слід розглядати як негативні. Причинами порушення системи нерівностей можуть бути освоєння нових перспективних напрямів застосування капіталу, реконструкція і модернізація діючих виробництв, запровадження продуктивних нововведень і прогресивних процесів тощо. Така діяльність завжди пов'язана зі значним вкладанням фінансових, матеріальних, інтелектуальних ресурсів, які порушують наведене співвідношення показників, але не свідчать про уповільнення розвитку підприємства.

У ході аналізу балансу основним об'єктом вивчення є фінансовий стан підприємства, який з позиції короткострокової перспективи оцінюється за показниками ліквідності. Основною ознакою ліквідності є формальне перевищення (у вартісній оцінці) оборотних активів над короткостроковими пасивами. Однак під час визначення рівня ліквідності, порівняння їх загального розміру між собою є недостатнім, оскільки до складу поточних активів входять різноманітні елементи, серед яких є як ті, що легко реалізуються, так і ті, що важко реалізу-

ються, і виступають джерелом покриття заборгованості. Крім того, до складу пасивів можуть входити зобов'язання різного рівня строковості.

Тому з метою отримання точнішої оцінки ліквідності проводять її аналіз за даними бухгалтерського балансу, що полягає у порівнянні поточних активів, згрупованих за рівнем ліквідності, із поточними пасивами, об'єднаними за терміном їх погашення.

Методика аналізу ліквідності балансу передбачає поділ усіх активів за рівнем їх ліквідності на чотири групи активів: абсолютно ліквідні А1, високоліквідні А2, низьколіквідні А3 і неліквідні А4.

Усі зобов'язання підприємства залежно від строковості їх погашення поділяють також на чотири групи пасивів: найбільш строкові зобов'язання П1, короткострокові зобов'язання П2, довгострокові зобов'язання П3 і постійні П4.

Для визначення ліквідності балансу порівнюють підсумки відповідних груп активів і пасивів між собою. Баланс вважається абсолютно ліквідним, якщо виконується така умова: $A1 \geq P1$; $A2 \geq P2$; $A3 \geq P3$; $A4 \leq P4$.

Невиконання однієї з перших трьох нерівностей свідчить про порушення ліквідності балансу. В реальній платіжній ситуації, нестача коштів по одній групі активів не може бути компенсована їх надлишком по іншій, менш ліквідній групі активів. Тому якщо будь-яка з нерівностей має знак, протилежний зафіксованому в оптимальному варіанті, ліквідність балансу більшою або меншою мірою відрізняється від абсолютної.

У процесі аналізу ліквідності балансу в результаті зіставлення відповідних груп активів і пасивів між собою виявляють платіжний надлишок (+) чи нестачу (-). Зіставлення перших двох груп активів із найбільш строковими зобов'язаннями і короткостроковими пасивами, відповідно, дозволяє оцінити поточну платоспроможність. Порівняння низьколіквідних активів із довгостроковими зобов'язаннями визначає перспективну платоспроможність. Четверта нерівність має балансуєчий характер і свідчить про наявність у суб'єкта господарювання власних оборотних коштів, тобто дотримання ним необхідної умови фінансової стійкості.

Фінансова стійкість слугує своєрідним гарантом економічної відповідальності за своєчасне виконання фінансових зобов'язань і забезпечує стабільну платоспроможність за рахунок достатньої частки власних коштів у складі джерел фінансування.

Умовою стійкого фінансового стану підприємства є узгодженість термінів залучення фінансових ресурсів зі строками їх вкладання у відповідні складові майна. Згідно з правилами забезпечення фінансової стійкості необоротні активи мають формуватися за рахунок власного капіталу і довгострокових зобов'язань. А джерелами покриття поточних активів повинні бути власні оборотні кошти та короткострокові пасиви.

Міра дотримання підприємством даного правила перевіряється на основі балансової моделі шляхом зіставлення фактичних результатів розміщення коштів у майні таким вимогам:

$$1) \frac{\text{ДОВГОСТРОКОВІ АКТИВИ}}{\text{ДОВГОСТРОКОВІ ПАСИВИ}} \leq 1; \quad (10.2)$$

$$2) \frac{\text{КОРОТКОСТРОКОВІ АКТИВИ}}{\text{КОРОТКОСТРОКОВІ ПАСИВИ}} \geq 1. \quad (10.3)$$

Крім того, у процесі аналізу балансу розраховують та оцінюють інші співвідношення між окремими елементами активів і пасивів, логіка зіставлення між якими обумовлена тематичною особливістю основних характеристик фінансового стану підприємства. Отже:

- 1) співвідношення власного і позикового капіталу дозволяють оцінити фінансову незалежність підприємства від зовнішніх інвесторів;
- 2) співвідношення між різними елементами поточних активів і поточними пасивами закладено в основу розрахунку показників ліквідності;
- 3) співвідношення власних оборотних коштів до запасів товарно-матеріальних цінностей перевіряється за дотримання підприємством умови платоспроможності;
- 4) співвідношення обсягу реалізації продукції до капіталу (сукупного, власного, основного, оборотного) визначає рівень ділової активності суб'єкта підприємницької діяльності;
- 5) співвідношення прибутку до капіталу (сукупного, власного, основного, оборотного) дозволяє визначити ефективність його використання, яка характеризується показниками рентабельності.

10.3. АНАЛІЗ ЗВІТУ ПРО СУКУПНИЙ ДОХІД

В умовах ринкової економіки діяльність суб'єктів господарювання спрямована на отримання максимально можливої економічної вигоди, що знаходить свій прояв у фінансових результатах. Їх покращення є основою для забезпечення самофінансування, розширення виробництва, оновлення матеріально-технічної бази, зміцнення конкурентних позицій на товарному ринку.

Фінансовий результат визначається шляхом співставлення доходів і витрат та є тим узагальнюючим показником, який вимірює підсумок фінансово-господарської діяльності, що відображає її ефективність.

Незалежно від організаційно-правової форми і виду діяльності результативність функціонування підприємства визначається його здатністю генерувати достатній прибуток. Даний показник характеризує рівень інвестиційної привабливості та ділової активності підприємства у виробничій та фінансовій сферах, його фінансове благополуччя. За розміром прибутку визначається рівень віддачі коштів, авансованих у діяльність, і дохідність вкладень в активи підприємницької структури.

Найбільш важливі показники фінансових результатів діяльності підприємства представлені у формі №2 фінансової звітності, до яких належать валовий прибуток/збиток, фінансовий результат від операційної діяльності, фінансовий результат до оподаткування та чистий фінансовий результат.

Кінцевим фінансовим результатом є чистий прибуток, який має пріоритетне значення у прийнятті управлінських рішень всіма особами, зацікавленими в успішній діяльності підприємства.

Оскільки прибуток — основне внутрішнє джерело фінансування, керівництво, враховуючи його розмір, визначає перспективи розвитку бізнесу. Зважаючи на розмір дивідендних виплат і рівень капіталовіддачі, які безпосередньо залежать від суми прибутку, засновники та акціонери оцінюють доцільність своїх вкладень у розширення масштабів діяльності останнього. З урахуванням даних про розмір кінцевого фінансового результату позичальника кредитори прогнозують його спроможність своєчасно погашати боргові зобов'язання. Для ділових партнерів інформація з форми №2 фінансової звітності є приводом для укладення комерційних договорів із даною бізнес-структурою.

У звіті про сукупний дохід наводять дані про доходи, витрати, прибуток і сукупний дохід підприємства за звітний період. Перевагами показників звіту є їх уніфікація, що дозволяє використовувати типові методики аналізу та алгоритми фінансових розрахунків по окремих питаннях формування і використання кінцевого фінансового результату. Така інформація забезпечує високу ступінь надійності та регулярності відомостей, а також порівнянність із показниками інших аналогічних підприємств. Недоліком даної фінансової звітності є узагальненість інформації по підприємству, її подання лише у вартісних вимірювачах.

Показники фінансових результатів господарської діяльності підприємства відображають компетентність його керівництва і якість прийнятих ним управлінських рішень. Тому звіт про сукупний дохід у сучасній аналітичній практиці розглядається як джерело інформації про рівень економічної ефективності суб'єкта підприємницької діяльності і використовується для виявлення та аналізу тенденцій формування фінансових результатів та оцінки управлінських рішень за звітний період.

Мета аналізу звіту про фінансові результати (сукупний дохід)— своєчасне забезпечення користувачів інформацією про фінансові результати підприємства, його здатність генерувати дохід на вкладені в поточну діяльність кошти. Таке аналітичне дослідження дозволяє виявити умови і стабільність отримання прибутку, фактори його збільшення/зменшення, резерви зростання.

Основними завданнями аналізу даного звіту є горизонтальний, вертикальний і трендовий аналіз доходу, витрат і прибутку; аналіз факторів впливу на фінансовий результат; оцінка взаємозв'язку витрат, обсягів реалізації та прибутку; аналіз взаємозв'язку прибутку та руху оборотного капіталу; аналіз якості прибутку; аналіз маржинального прибутку; аналіз показників рентабельності і ділової активності; виявлення резервів покращення фінансових результатів діяльності.

Аналіз звіту про фінансові результати починається з аналізу доходів і витрат підприємства, оскільки вони є основними факторами формування прибутку. На підставі вихідних даних бухгалтерської форми №2 досліджується динаміка їх змін та структура.

За НП(С)БО 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», дохід визначено як збільшення економічних вигод у вигляді надходження активів або зменшення

зобов'язань, які приводять до зростання власного капіталу за винятком зростання капіталу за рахунок внесків власників.

У формі №2 показники доходів підприємства представлені чистим доходом від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), іншими операційними доходами, доходами від участі в капіталі, іншими фінансовими доходами та іншими доходами. З метою здійснення горизонтально-вертикального аналізу доходів підприємства складається аналітична таблиця (табл. 10.2).

Таблиця 10.2

ПОКАЗНИКИ ДИНАМІКИ І СТРУКТУРИ ДОХОДІВ ПІДПРИЄМСТВА

Доходи підприємства	Фактичні дані за				Відхилення		
	попередній рік		звітний рік		абсолютне (+, -)	відносне (%)	питомої ваги (+, -)
	сума, грн	питома вага, %	сума, грн	питома вага, %			
1. Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)							
2. Інші операційні доходи							
3. Дохід від участі в капіталі							
4. Інші фінансові доходи							
5. Інші доходи							
Доходи всього		100		100			*

Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) визначається шляхом вирахування з доходу від реалізації продукції, товарів, робіт, послуг наданих знижок, вартості повернутих раніше проданих товарів, доходів, що за договорами належать комітентам (принципалам тощо), і податків та зборів.

До складу інших операційних доходів включаються суми інших доходів від операційної діяльності підприємства, крім чистого доходу від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), зокрема: дохід від операційної оренди активів; дохід від операційних курсових різниць; відшкодування раніше списаних активів; дохід від роялті, процентів, отриманих на залишки коштів на поточних рахунках в банках, дохід від реалізації оборотних активів (крім фінансових інвестицій), необоротних активів, утримуваних для продажу, і групи вибуття тощо.

Дохід від участі в капіталі відображає дохід, отриманий від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, облік яких проводиться методом участі в капіталі.

Інші фінансові доходи показують дивіденди, проценти та інші доходи, отримані від фінансових інвестицій (крім доходів, які обліковуються за методом участі в капіталі).

Інші доходи включають доходи від реалізації фінансових інвестицій, необоротних активів і майнових комплексів; дохід від неопераційних курсових різ-

ниць та інші доходи, які виникають у процесі господарської діяльності, але не пов'язані з операційною діяльністю підприємства.

Різні види доходів є факторами, що позитивно впливають на показники прибутку. Визначним серед них є чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), який зазвичай має найбільшу частку в складі загальної величини доходів. Чистий дохід характеризує завершення виробничого циклу, повернення авансованих на виробництво коштів в грошову форму і початок нового обороту капіталу. Зміни величини даного виду доходу справляють найсуттєвіший вплив на фінансові результати діяльності підприємства.

Статті форми №2 фінансової звітності дозволяють вивчити не лише ті з них, що сприяють зростанню прибутку, а й ті, що негативно впливають на його розмір. Йдеться про наведені в звіті витрати, які здійснені для отримання доходів. До них віднесені: собівартість, адміністративні витрати, витрати на збут, інші операційні витрати, фінансові витрати, витрати від участі в капіталі, інші витрати, витрати з податку на прибуток.

Згідно з НП(С)БО 16 **витрати** — це зменшення активів або збільшення зобов'язань, що призводить до зменшення власного капіталу (за винятком його вилучення або розподілу власниками).

Собівартість реалізованої продукції (робіт, послуг) складається з виробничої собівартості продукції (робіт, послуг), яка була реалізована протягом звітного періоду, нерозподілених постійних загальновиробничих витрат і наднормативних виробничих витрат.

До **адміністративних витрат** належать такі загальногосподарські витрати, що спрямовані на обслуговування та управління підприємством.

Витрати на збут включають витрати, пов'язані із реалізацією продукції (товарів, робіт, послуг).

До **інших операційних витрат** включаються: витрати на дослідження та розробки, сума безнадійної дебіторської заборгованості, втрати від операційної курсової різниці, втрати від знецінення запасів, нестачі, втрати від псування цінностей, визнані штрафи, пеня, неустойка.

Фінансові витрати — це витрати на проценти за користування отриманими кредитами, за випущеними облігаціями, а також інші витрати підприємства, пов'язані із запозиченнями.

Втрати від участі в капіталі є збитками від інвестицій в асоційовані, дочірні або спільні підприємства, які обліковуються методом участі в капіталі.

До **інших витрат** належать витрати, які безпосередньо не пов'язані з виробництвом/реалізацією продукції (робіт, послуг). До них відносять: втрати від зменшення корисності необоротних активів, втрати від безоплатної передачі необоротних активів, втрати від неопераційних курсових різниць, розмір уцінки необоротних активів і фінансових інвестицій, витрати на ліквідацію необоротних активів.

Витрати з податку на прибуток — загальна сума витрат з податку на прибуток, яка складається з поточного податку на прибуток з урахуванням відстроченого податкового зобов'язання податкового активу.

Аналіз показників динаміки і структури витрат проводиться за допомогою показників аналітичної таблиці, ідентичної таблиці 10.2.

У межах вертикального аналізу звіту про фінансові результати (сукупний дохід) оцінюють питому вагу його складових у величині чистого доходу від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг). При цьому самостійне аналітичне значення мають відношення різних видів доходів, витрат і прибутку до загального показника, прийнятого за 100 %. Дослідження змін розрахованої у такий спосіб сукупності показників, що відрізняються один від одного лише чисельником, дозволяють без додаткових зусиль з'ясувати причини змін рентабельності реалізованої продукції.

Горизонтальний аналіз спрямований на вивчення динаміки перелічених вище показників, на підставі яких виявляють причини змін фінансового результату, утвореного завдяки доходам і витратам. Даний метод аналізу дозволяє визначити участь окремих складових звіту у формуванні показників фінансового результату, оцінити стабільність отримання доходів і витрат, а також можливість її збереження у майбутньому.

Трендовий аналіз здійснюється за наявності порівнювальних даних за кілька років, що передбачає тривалий період функціонування підприємства, стабільність методів бухгалтерського обліку, незмінність форм фінансової звітності.

Під час аналізу даного тематичного спрямування особливу увагу звертають на співвідношення темпів змін доходів і витрат між собою. Для збільшення фінансового результату бажаним є зростання доходів, темпи якого перевищують відносні показники змін витрат. У разі якщо зростання витрат обумовлено стратегією розвитку підприємства і пов'язано з удосконаленням чи розробкою нових видів продукції, або переводом виробництва на більш прогресивну технологію їх виготовлення, перевищення темпів змін витрат над аналогічними показниками доходів вважається виправданим, оскільки в майбутньому сприятиме збільшенню прибутку.

Тенденції до змін доходів і витрат позначаються на динаміці такого важливого узагальнюючого показника, як *витрати на 1 грн доходу* від реалізації продукції, практична користь якого полягає в тому, що, по-перше, коефіцієнт є універсальним і може розраховуватися для будь-яких підприємств, незалежно від їх галузевої належності; по-друге, наочно відображає зв'язок між витратами, доходами і прибутком; і, насамкінець, дозволяє визначити суму відносної економії/перевитрат коштів за загальними і окремими видами (статтями, елементами) витрат за такою формулою:

$$\pm E = V_1 - V_0 \cdot \frac{ЧД_1}{ЧД_0}, \quad (10.4)$$

де $\pm E$ — відносна економія (-)/перевитрачання (+) коштів, що утворюється в результаті зниження/зростання рівня витрат на 1 грн доходу;

$V_1(V_0)$ — сума витрат (або їх окремих видів, статей, елементів) у звітному (базисному) періоді;

$ЧД_1(ЧД_0)$ — чистий дохід від реалізації продукції у звітному (базисному) періоді.

Крім того, інформація звіту про фінансові результати дозволяє здійснити аналіз операційних витрат у розрізі їх елементів (див. розділ III звіту). Горизонтальний і вертикальний аналізи даного розділу звіту дозволяє виявити причини змін фінансового результату унаслідок змін окремих елементів витрат, і тим самими забезпечити фінансовий менеджмент необхідною інформацією про резерви оптимізації витрат і, відповідно, зростання прибутку.

Для цього мають бути визначені: а) найсуттєвіші (за обсягом і часткою) елементи витрат; б) ті елементи, темпи зростання яких випереджають темпи зростання чистого доходу від реалізації продукції; в) елементи витрат, за якими очікується найбільше зростання в майбутньому.

Первинні дані, наведені у формі №2 звітності, дозволяють проаналізувати поетапну послідовність формування кінцевого фінансового результату (табл. 10.3).

Таблиця 10.3

**АЛГОРИТМ ВИЗНАЧЕННЯ ЧИСТОГО ПРИБУТКУ/ЗБИТКУ
У ЗВІТІ ПРО СУКУПНИЙ ДОХІД**

Показник	Алгоритм обчислення
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	Визначається шляхом вирахування з доходу (виручки) від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) податку на додану вартість, акцизного податку, інших зборів, знижок тощо
Валовий прибуток (збиток)	Розраховується як різниця між чистим доходом від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) і собівартістю реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)
Прибуток від реалізації продукції	Як окремий показник не міститься у формі № 2 звітності, але може бути визначений на підставі наведеної в ній інформації як різниця між валовим прибутком і сумою адміністративних витрат і витрат на збут. Є головним елементом прибутку до оподаткування, який складає основу чистого прибутку і відображає роль виробничих і маркетингових факторів у формуванні фінансових результатів
Фінансовий результат від операційної діяльності	Визначається як алгебраїчна сума валового прибутку (збитку), іншого операційного доходу, адміністративних витрат, витрат на збут та інших операційних витрат
Фінансовий результат до оподаткування	Обчислюється як алгебраїчна сума прибутку (збитку) від операційної діяльності, фінансових та інших доходів, фінансових та інших витрат
Чистий фінансовий результат (прибуток або збиток)	Розраховується як алгебраїчна сума фінансового результату до оподаткування, витрат (доходів) з податку на прибуток і прибутку (збитку) від припиненої діяльності після оподаткування

У вітчизняній аналітичній практиці широке поширення одержали показники фінансових результатів, що запозичені із західної методики аналізу відповідного звіту: *EBIT* (Earnings before interest and taxes) — прибуток до сплати відсотків та податку з прибутку; *EBITDA* (Earnings before interest, taxes, depreciation and

amortization) — прибуток до сплати відсотків, податку на прибуток і до вирахування амортизації; *NOPAT* (Net operating profit after taxes) — операційний прибуток, що передбачає коригування показника *EBIT* з урахуванням ставки оподаткування прибутку. Використовуються для оцінки ефективності діяльності, здатності покрити витрати та генерувати прибуток.

Аналіз відповідності фактичних значень перелічених показників прибутку їх цільовим орієнтирам, своєчасне виявлення абсолютних і відносних відхилень дозволяє оцінити рівень досягнення цілей, їх реалістичності в умовах зовнішнього та внутрішнього середовищ, що постійно змінюються.

Із залученням даних управлінського обліку здійснюють поглиблений аналіз причин змін фінансових результатів діяльності підприємства. В процесі застосування факторного методу аналізу прибутку виділяють і досліджують вплив таких основних факторів, як фізичний обсяг реалізованої продукції, її ціна, рівень змінних і постійних витрат, структура асортименту продукції та ін. Результати такого аналітичного дослідження дозволяють зробити обґрунтовані висновки про фінансові результати діяльності підприємства і тенденції їх змін, визначити достатність їх формування з позиції забезпечення платоспроможності, а також виявити резерви їх зростання.

Одним із завдань аналізу звіту про фінансові результати є оцінка якості прибутку — джерела приросту власного капіталу. Практична цінність такого аналізу полягає у привільній оцінці тенденцій формування прибутку як показника ефективності, джерела фінансування потреб розширеного відтворення і виплати доходів власникам, що одночасно дозволяє пов'язувати рівень фінансових результатів з якістю управління.

Неабияку роль в обґрунтуванні фінансових рішень відіграє маржинальний аналіз прибутку, який дозволяє: а) визначити критичний рівень обсягу продаж (порогу рентабельності), постійних витрат, ціни; б) встановити зону небезпечності (зону беззбитковості) підприємства; в) розрахувати необхідний обсяг реалізації продукції для отримання запланованого розміру прибутку; г) обґрунтувати найоптимальніший варіант управлінських рішень, що стосуються змін виробничої потужності, асортименту продукції, цінової політики, придбання обладнання і т. ін. з метою мінімізації витрат та максимізації прибутку.

Аналіз формування фінансових результатів доповнюється оцінкою показників рентабельності, що розраховуються за даними форми № 2 фінансової звітності. Вони дозволяють повніше, ніж прибуток, відобразити кінцевий результат господарювання, оскільки їх рівень визначає співвідношення ефекту з наявними (чи використаними) ресурсами.

У процесі аналізу звіту про сукупний дохід можуть бути досліджені коефіцієнт валового прибутку, рентабельність реалізованої продукції, рентабельність виробничої діяльності. Застосування показників з бухгалтерського балансу (форми № 1 фінансової звітності) дозволяє доповнити цю групу показниками рентабельності сукупного, основного, оборотного та власного капіталів.

Як у вітчизняній, так і зарубіжній практиці існують різні підходи до розрахунку даних показників. Відмінності між ними можуть бути пов'язані з вибором чисельника (чистий прибуток, прибуток до оподаткування, операційний

прибуток), а також із розрахунком знаменника (сукупні активи, активи за мінусом кредиторської заборгованості, активи, зменшені на величину короткострокових зобов'язань).

Порівняльний аналіз відносних показників ефективності діяльності підприємства із середньогалузевими значеннями аналогічних показників (або із показниками рентабельності інших економічних суб'єктів) допомагає оцінити стратегію підприємства та якість управлінських рішень його керівництва.

Показники прибутку на акцію (IV розділ звіту) використовуються для оцінювання минулих результатів операційної діяльності підприємства з метою формування висновку щодо його потенціалу і прийняття рішень про інвестиції.

Економічний зміст такого рішення полягає у розкритті ефективності (прибутковості) використання підприємством ресурсів, наданих власниками його звичайних акцій.

10.4. АНАЛІЗ ЗВІТУ ПРО РУХ ГРОШОВИХ КОШТІВ

Однією з основних умов фінансового благополуччя підприємства є надходження грошових коштів, достатнє для покриття передбачуваних витрат. Відсутність мінімально необхідного запасу платіжних засобів може призвести до серйозних фінансових ускладнень. Надмірна ж їх величина вказує на те, що суб'єкт господарювання зазнає збитків, пов'язаних з інфляцією та знеціненням грошей, а також з втраченою можливістю їх вигідного розташування і отримання додаткового доходу. Все це підвищує значення аналізу руху грошових коштів, який є запорукою ефективного управління грошовими потоками.

В останні роки набуває поширення система TCM (Total cash management), що являє собою корпоративну ідеологію управління грошовими потоками із наданням цьому напрямі фінансового менеджменту першочергового значення, адже від його якості залежить не тільки стійкість і результативність діяльності підприємства, але й його здатність до майбутнього розвитку, можливість досягнення фінансового успіху в довгостроковій перспективі. З цих причин менеджери зарубіжних компаній, для яких «реальна картина бізнесу» асоціюється із відомою фразою А. Рапопорта «прибуток — це думка, а гроші — це факт», надають великого значення фінансовому аналізу, об'єктом дослідження якого є грошові потоки.

Основним інформаційним джерелом, що забезпечує можливість його проведення, є фінансова форма №3 — звіт про рух грошових коштів. Вона містить інформацію про причини і характер змін у грошових коштах і їх еквівалентах, що дозволяє оцінювати здатність підприємства генерувати позитивний грошовий потік, визначати своєчасність надходження і достатність його розміру для здійснення запланованих витрат.

Основна мета аналізу звіту про рух грошових коштів полягає у визначенні основних джерел їх отримання та напрямів витрачання, результати якого дозволяють суттєво поглиблювати і коригувати висновки про ліквідність і

платоспроможність підприємства, отримані під час попереднього тематичного аналізу.

Для її досягнення вирішують такі *аналітичні завдання*: 1) оцінка абсолютної величини та динаміки обсягу грошових потоків і статей, за якими вони формуються; 2) визначення складу, структури, напрямків руху грошових коштів у розрізі основних видів діяльності підприємства; 3) з'ясування причин нестачі/надлишку грошових коштів у процесі здійснення операційної, фінансової, інвестиційної діяльності; 4) розгляд спроможності підприємства забезпечувати приріст грошових коштів у результаті здійснення своєї діяльності; 5) дослідження ступеня залежності економічного суб'єкта від зовнішнього фінансування; 6) аналіз реального стану платоспроможності підприємства, рівня його можливості відповідати за своїми фінансовими зобов'язаннями; 7) оцінка ефективності використання грошових коштів, збалансованості позитивного та негативного грошових потоків за обсягом і часом; 8) з'ясування причин розбіжності між розміром прибутку і сумою грошових коштів; 9) здійснення розробки заходів з удосконалення управління грошовими потоками.

Аналіз звіту про рух грошових коштів зазвичай проводять у такій послідовності.

1-й етап. Перевірка взаємної кореспонденції, що існує між даними звіту та інформацією інших бухгалтерських форм.

2-й етап. Горизонтальний аналіз грошових потоків, у процесі здійснення якого визначають і оцінюють обсяги формування позитивного/негативного грошового потоку підприємства в розрізі видів діяльності за окремими джерелами/напрямами. З метою оцінки ефективності управління грошовими потоками зіставляють темпи змін грошових надходжень із темпами змін активів, обсягів реалізації та прибутку. Також приділяють увагу співвідношенню джерел утворення позитивного грошового потоку, на підставі чого визначають рівень залежності підприємства від зовнішніх джерел.

3-й етап. Вертикальний аналіз, який передбачає дослідження структури приходу і відтоку грошових коштів по операційній, інвестиційній і фінансовій діяльності; а також оцінку структури підсумку грошових потоків — чистого грошового потоку в цілому по підприємству.

4-й етап. Оцінка рівня оптимізації грошових потоків. Досліджується динаміка показника чистого грошового потоку як важливого результативного показника фінансово-господарської діяльності підприємства та індикатора рівня збалансованості його грошових потоків у цілому.

5-й етап. Визначення місця показника прибутку до оподаткування у формуванні чистого грошового потоку, впливу на нього основних факторів: змін залишків по статтям поточних активів і пасивів, амортизації, утворених резервів тощо.

6-й етап. Оцінка якості чистого грошового потоку, що проводиться на основі дослідження його структури. Високий рівень його якості характеризується зростанням питомої ваги прибутку, отриманого унаслідок збільшення доходу від реалізації продукції, оптимізації собівартості.

Чистий грошовий потік має низьку якість, коли значна його частина сформована внаслідок зростання цін на продукцію.

7-й етап. Коефіцієнтний аналіз, у процесі якого розраховують показники, що характеризують ефективність управління грошовими потоками.

Під час аналізу звіту про рух грошових коштів варто зважувати на метод, за яким він складений. Згідно з НП(С) БО 1, затвердженого Наказом Міністерства фінансові України від 07.02.2013 № 73, підприємствам надано право самостійно обирати один з двох методів його складання: прямий або непрямий.

Прямий метод передбачає відображення у звіті даних про суми надходжень і витрат грошових коштів.

Непрямий метод заснований на визнанні отриманого фінансового результату у вигляді величини чистих грошових коштів шляхом застосування певних коригувальних процедур. Вказаний метод дозволяє перейти від величини фінансового результату (прибутку/збитку) до показника чистих грошових коштів від операційної діяльності (грошові потоки від інвестиційної та фінансової діяльності відображаються у звіті прямим методом).

Переваги прямого методу полягають у тому, що він дозволяє оперувати загальними сумами надходжень і платежів; ідентифікувати статті, що формують найбільший притік/відтік коштів; робити оперативні висновки про достатність коштів для покриття поточних зобов'язань, здійснення інвестиційної діяльності; контролювати всі надходження і напрями витрачання коштів; використовувати отриману інформацію для прогнозування грошових потоків тощо.

З урахуванням інформаційних можливостей звіту, складеного за прямим методом, здійснюють горизонтальний і вертикальний аналізи руху грошових потоків (табл. 10.4).

Таблиця 10.4

**ПОКАЗНИКИ ДИНАМІКИ І СТРУКТУРИ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВА
ВІД ОПЕРАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ***

Статті	Попередній період		Звітний період	
	Сума, грн	Питома вага, %	Сума, грн	питома вага, %
Надходження від:				
1. Реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)				
2. Повернення податків і зборів				
3. Цільового фінансування				
4. Інші надходження				
5. Позитивний грошовий потік від операційної діяльності Всього (р.1+р.2+р.3+р.4)		100		100
Витрачання на оплату:				
6. Товарів (робіт, послуг)				
7. Праці				
8. Відрахувань на соціальні заходи				

Закінчення табл. 10.4

Статті	Попередній період		Звітний період	
	Сума, грн	Питома вага, %	Сума, грн	питома вага, %
9. Зобов'язань з податків і зборів				
10. Інші витрачання				
11. Негативний грошовий потік від операційної діяльності Всього:(р.6 + р.7 + р.8 + р.9 + р.10)		100		100
12. Чистий грошовий потік від операційної діяльності (р.5 – р.11)				

*Аналогічні таблиці складаються для аналізу грошових потоків від інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

На підставі даних таблиці оцінюють динаміку обсягу та структури грошових потоків від операційної (інвестиційної, фінансової) діяльності. Результати аналізу дозволяють розкрити реальний рух грошових коштів на підприємстві, виявити основні напрями надходження коштів та ключові канали їх вибуття, оцінити синхронність і збалансованість негативного та позитивного грошового потоку за обсягом і в часі. Як правило, отримана в результаті такого аналізу інформація використовується для планування грошових потоків.

Основним показником таблиці є чистий грошовий потік, який розраховується як різниця між сукупним позитивним і негативним грошовими потоками. За результатами його обчислень визначають здатність підприємства генерувати грошові кошти в результаті своєї діяльності.

Позитивне значення чистого грошового потоку вказує на перевищення сукупних надходжень грошей над їх витрачаннями, що свідчить про достатність коштів для виконання підприємством своїх платіжних зобов'язань. Виняток становить інвестиційна діяльність, у результаті здійснення якої формується в основному відтік грошових коштів, що приводить до утворення від'ємного чистого грошового потоку. Тож здійснення капіталовкладень стає можливим завдяки позитивному підсумку від операційної діяльності, а також надходженню додаткових позикових коштів, що відбувається в межах фінансової діяльності.

Рівень участі грошових потоків, пов'язаних з операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю, в загальному прирості грошових коштів підприємства можна оцінювати на основі дослідження структури чистого грошового потоку (табл. 10.5).

Під час аналізу руху грошових коштів важливо враховувати джерело їх утворення. Адже можливе виникнення такої ситуації, коли на фоні зростання залишків грошових коштів і задовільного рівня коефіцієнту абсолютної ліквідності, чистий грошовий потік від операційної діяльності буде мати від'ємне значення. Це відбувається тоді, коли формування негативного грошового потоку перевищує позитивний потік від операційної діяльності, а описані тенденції

названих вище показників забезпечуються надходженнями, що відбуваються в розрізі фінансової діяльності (наприклад, за рахунок залучення позикових коштів) або рідше — у розрізі інвестиційної діяльності (за рахунок продажу активів довгострокового призначення).

Таблиця 10.5

ПОКАЗНИКИ СТРУКТУРИ ЧИСТОГО ГРОШОВОГО ПОТОКУ ПІДПРИЄМСТВА

Показник	Питома вага в загальній величині чистого грошового потоку, %		Структурні зрушення
	Минулий період	Поточний період	
1. Чистий грошовий потік від операційної діяльності			
2. Чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності			
3. Чистий грошовий потік від фінансової діяльності			
Загальний чистий грошовий потік підприємства (р.1 + р.2 + р.3)	100	100	*

Неодноразове повторення такої ситуації протягом кількох періодів призводить до погіршення платіжної дисципліни підприємства, оскільки стабільним і достатнім джерелом погашення зобов'язань має бути позитивний грошовий потік від операційної діяльності.

Про здатність підприємства до здійснення інвестицій за рахунок грошового потоку від операційної діяльності, тобто про його здатність до самофінансування свідчить показник, що отримав назву *вільного грошового потоку* (free cash flow). Він визначається як сума підсумків (чистих грошових потоків) від операційної та інвестиційної діяльності.

На відміну від прямого, непрямого метод складання звіту про рух грошових коштів передбачає аналіз не лише даних звіту, а й усіх статей активів і пасивів балансу, зміни яких впливають на фінансові потоки економічного суб'єкта. Він дозволяє з'ясувати причини розбіжності між прибутком, відображеним у Звіті про сукупний дохід, і грошовими надходженнями та платежами.

За непрямого методу базовий показник — фінансовий результат від діяльності звітного періоду до оподаткування, коригується з урахуванням операцій негрошового характеру, будь-яких відстрочок або нарахувань минулих, або майбутніх надходжень, або виплат грошових коштів від операційної діяльності, а також статей доходів і витрат, пов'язаних з інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Звіт про рух грошових коштів, якщо він використовується разом з іншими фінансовими звітами, надає інформацію, яка дозволяє оцінювати зміни в чистих активах суб'єкта господарювання, його фінансовій структурі, а також визначати рівень ліквідності і платоспроможності та впливати на суми і строки грошових потоків для пристосування до змінюваних обставин і можливостей.

Такий аналіз проводять в основному за допомогою коефіцієнтного методу на підставі розрахунку показників, що характеризують якість управління грошовими потоками підприємства (табл. 10.6).

Таблиця 10.6

**ПОКАЗНИКИ, ЩО ХАРАКТЕРИЗУЮТЬ ЯКІСТЬ
УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА**

Назва показника	Алгоритм розрахунку показника	Характеристика показника
1. Коефіцієнт платоспроможності (1)	$\frac{\Gamma A_{\text{III}} + \text{ПГП}}{\text{НГП}}$	Коефіцієнти визначають можливість підприємства щодо забезпечення виплат за рахунок залишку грошових коштів та їх надходжень за період. Для забезпечення платоспроможності необхідно, щоб значення коефіцієнтів було не менше від 1
2. Коефіцієнт платоспроможності (2)	$\frac{\text{ПГП}}{\text{НГП}}$	
3. Коефіцієнт ліквідності грошового потоку	$\frac{\text{ППП} - (\Gamma A_{\text{кп}} - \Gamma A_{\text{III}})}{\text{НГП}}$	Коефіцієнт характеризує синхронність формування різних видів грошових потоків у розрізі окремих інтервалів досліджуваного періоду
4. Коефіцієнт Бівера	$\frac{\text{ЧПр} + A}{\text{ДЗоб} + \text{КЗоб}}$	Відображає, в якій мірі можуть бути погашені зобов'язання підприємства за рахунок грошових надходжень. Рекомендований рівень коефіцієнта знаходиться в інтервалі 0,17—0,4. Фактичне значення показника, яке є нижчим за 0,17, вказує на наявність високого ризику втрати платоспроможності. Дослідження У. Бівера показали, що для благополучних компаній такий показник перебуває у діапазоні 0,4—0,45
5. Коефіцієнт покриття поточних зобов'язань надходженням грошових коштів	$\frac{\text{ЧПр} + A}{\text{КЗоб}}$	Характеризує здатність підприємства генерувати в процесі діяльності грошові ресурси, необхідні для погашення короткострокових зобов'язань
6. Коефіцієнт покриття процентів	$\frac{\text{ЧППод}}{\sum B}$	Оцінює здатність підприємства до здійснення витрат, пов'язаних з обслуговуванням боргу. Прибуток, відображений у формі № 2 фінансової звітності, може у кілька разів перевищувати розмір процентів за позиковий капітал. Однак за негативного грошового потоку від операційної діяльності підприємство є неспроможним покривати фінансові витрати по залученню позикових коштів за рахунок власних джерел
7. Коефіцієнт покриття дивідендів	$\frac{\text{ЧППод}}{\sum D}$	Оцінює достатність грошових коштів від операційної діяльності, щоб відповідати за своїми зобов'язаннями перед власниками по виплаті їм дивідендів

Закінчення табл. 10.6

Назва показника	Алгоритм розрахунку показника	Характеристика показника
8. Коефіцієнт реінвестування грошових коштів	$\frac{\text{ЧГП}_{\text{од}} - \sum \text{Д}}{\Delta \text{РР} + \Delta \text{ФФ}}$	Дозволяє оцінити рівень покриття негативного чистого грошового потоку від інвестиційної діяльності позитивним чистим грошовим потоком від операційної діяльності
9. Коефіцієнт достатності чистого грошового потоку	$\frac{\text{ЧГП}}{\text{ОБ} + \Delta \text{З}_{\text{тмц}} + \Delta \text{Д}}$	Відображає частку основного боргу, дивідендів, приросту запасів, що була забезпечена чистим грошовим потоком. Якщо коефіцієнт 1, тоді чистого грошового потоку достатньо для покриття фінансових потреб підприємства
10. Коефіцієнт ефективності грошового потоку	$\frac{\text{ЧГП}}{\text{НГП}}$	Характеризує фінансово-господарську діяльність з позицій її здатності утворювати додаткові грошові кошти, що сприяє зростанню вартості абсолютно ліквідних активів підприємства і потенційному підвищенню його платоспроможності. Чим інтенсивніше генерування позитивного результату грошових потоків, тим вище значення показника
11. Тривалість самофінансування	$\frac{\text{ГА} + \text{ПФІ} + \text{ДЗ}}{\text{ВГК}}$ $\text{ВГК} = \frac{\text{СВ} + \text{АВ} + \text{ВЗ} - \text{А}}{\text{Т}}$	Визначає період фінансового забезпечення поточної діяльності за рахунок надходжень за раніше відвантаженою продукцію

Умовні позначення: ГА_{пп} (ГА_{кп}) — грошові активи на початок періоду (кінець періоду); ПГП — позитивний грошовий потік; НГП — негативний грошовий потік; ПФІ — поточні фінансові інвестиції; ДЗ — короткострокова дебіторська заборгованість; ВГК/Т — середньоденне витрачання грошових коштів; СВ — собівартість; АВ — адміністративні витрати; ВЗ — витрати на збут; А — амортизація; Т — період дослідження; ЧПр — чистий прибуток; ДЗоб — довгострокові зобов'язання; КЗоб — короткострокові зобов'язання; ЧГП — чистий грошовий потік; ЧГПод — чистий грошовий потік від операційної діяльності; ЧГП_{ід} — чистий грошовий потік від інвестиційної діяльності; $\sum \text{В}$ — сума відсотків, що сплачені за позиковий капітал; $\sum \text{Д}$ — сума дивідендів; ОБ — сума виплат основного боргу за довго- і короткостроковими кредитами та позиками; $\Delta \text{З}_{\text{тмц}}$ — сума приросту запасів товарно-матеріальних цінностей в складі оборотних активів; $\Delta \text{РІ}$ ($\Delta \text{ФІ}$) — сума приросту реальних інвестицій (довгострокових фінансових інвестицій)

10.5. АНАЛІЗ ЗВІТУ ПРО ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ

Фінансовою основою діяльності підприємства є сформований ним власний капітал.

За Національним положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності», яке затверджено Міністерством фінансів

України 07.02.2013 № 73, **власний капітал** — це частина в активах підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань.

Власний капітал показує частину майна підприємства, яка фінансується за рахунок коштів власників і власних засобів підприємства. За змістом він є основою для початку і продовження господарської діяльності будь-якого підприємства та одним із найістотніших і найважливіших показників, оскільки за допомогою власного капіталу вирішуються такі фінансові проблеми, як довгострокове фінансування; відповідальність і захист прав кредиторів; компенсація збитків; забезпечення кредитоспроможності підприємства; фінансування ризику та низка інших.

У складі власного капіталу підприємства виділяють такі його компоненти:

- зареєстрований (пайовий) капітал;
- капітал у дооцінках;
- додатковий капітал;
- резервний капітал;
- нерозподілений прибуток (непокритий збиток);
- неоплачений капітал;
- вилучений капітал.

Інформація про наявність, склад і рух власного капіталу підприємства міститься у формі фінансової звітності № 4. Метою складання звіту про власний капітал є розкриття і аналіз інформації щодо змін у складі власного капіталу підприємства протягом звітного періоду.

Звіт про власний капітал має певний взаємозв'язок з даними інших форм річної звітності, зокрема, з балансом і звітом про фінансові результати. Так, у першому розділі пасиву балансу наведена інформація про наявність власного капіталу та окремих його елементів на початок і кінець звітного періоду. Форма фінансової звітності № 4 розшифровує перший розділ пасиву балансу і деталізує причини, що обумовили зміни у складі власного капіталу впродовж звітного періоду.

Звіт про власний капітал складається у формі шахової таблиці в розрізі статей, які включаються до складу першого розділу пасиву балансу, і причин їх змін. Шаховий принцип побудови звіту передбачає розміщення по горизонталі елементів (статей) власного капіталу, а по вертикалі — основних операцій, які призводять до змін власного капіталу в цілому та окремих його статей.

Операції, що визначають динаміку власного капіталу, у звіті згруповані у п'ять розділів: коригування; інший сукупний дохід; розподіл прибутку; внески учасників; вилучення капіталу. Отже, у бухгалтерській формі № 4 у розгорнутому вигляді відображаються всі коригування, пов'язані зі зміною облікової політики підприємства, виправленням помилок, а також висвітлюються інші події, що вплинули на кінцеві залишки основних елементів власного капіталу.

Необхідність проведення аналізу руху власного капіталу та чинників, що змінили його склад, потребує детального вивчення змісту кожного розділу звіту.

Перший розділ. Містить результати коригування залишку власного капіталу на початок року внаслідок зміни облікової політики, виправлення помилок тощо. Порядок виправлення помилок, внесення та розкриття інших змін у фінансовій звітності регламентовано НП(С) БО «Виправлення помилок і зміни у фі-

нансових звітах», за яким виправленню підлягають лише суттєві помилки, тобто такі, що викривляють показники фінансової звітності і можуть призвести до неправильного прийняття рішень її користувачами.

Другий розділ. Розкриває інформацію про зміни іншого сукупного доходу за звітний період, відображеного у статтях другого розділу Звіту про фінансові результати «Сукупний дохід».

Такі зміни виникають унаслідок: 1) дооцінки вартості об'єктів основних засобів і нематеріальних активів, зменшеної на суму уцінки таких об'єктів протягом звітного періоду в межах сум раніше проведених дооцінок; 2) зміни балансової вартості об'єктів хеджування; 3) визнаних курсових різниць, віднесених до складу власного капіталу тощо.

Третій розділ. Відображає дані про розподіл прибутку, спрямованого на збільшення розміру зареєстрованого (статутного, резервного) капіталу, а також на виплату дивідендів учасникам.

Четвертий розділ. Надає відомості про внески учасників у господарську діяльність підприємства. При цьому в розділі 4, з одного боку, відображається інформація про збільшення розміру зареєстрованого статутного, пайового і додаткового капіталів, а з другого — про зміни неоплаченого капіталу у результаті виникнення і погашення заборгованості учасників перед товариством.

У *п'ятому розділі* представлено дані про вилучений капітал і зменшення власного капіталу у результаті виходу засновника із товариства, викупу або анулювання викуплених акцій акціонерним товариством, зменшення номінальної вартості акцій власної емісії тощо.

Власний капітал є одним із найважливіших об'єктів фінансового менеджменту і аналізу, оскільки виконує функції: а) забезпечення безперервності діяльності; б) гарантії захисту прав кредиторів; в) компенсації завданих збитків; г) участі у розподілі прибутку і управлінні підприємством; д) інформування про основні характеристики ефективності функціонування бізнесу.

Власний капітал — основа стійкого зростання і фінансової стабільності підприємства, а тому створює підґрунтя для довіри з боку його бізнес-партнерів.

Таким чином, для прийняття обґрунтованих і виважених рішень внутрішнім і зовнішнім користувачам фінансової звітності потрібна повна і достовірна інформація про склад і зміни власного капіталу підприємства. Основним джерелом її отримання є аналіз форми №4 фінансової звітності.

Аналіз звіту про власний капітал має на меті:

- 1) виявлення потенціалу підприємства щодо формування власних фінансових ресурсів;
- 2) оцінку його здатності до збереження власного капіталу;
- 3) визначення можливостей його приросту, відповідного темпам розвитку суб'єкта господарювання.

Необхідність у власному капіталі обумовлена вимогами самофінансування підприємства. Власний капітал — основа самостійності та незалежності підприємства.

Особливість власного капіталу полягає в тому, що він інвестується на довготривалій основі і сприяє зниженню ризику банкрутства. Чим вище його частка в

загальній сумі джерел фінансування підприємства, тим вищий буфер, який захищає кредиторів від збитків, а відповідно, менше ризик втрати. Власний капітал характеризується простотою залучення і вищою здатністю до генерування прибутку у всіх сферах діяльності.

Однак треба враховувати, що власний капітал обмежений у розмірах. Крім того, фінансування діяльності лише за рахунок власних коштів не завжди вигідно для підприємства, особливо, якщо його виробництво має сезонний характер. Варто також зважувати на те, що під час використання лише власного капіталу суб'єкт господарювання обмежує темпи розвитку через недостатність фінансових можливостей для формування додаткових активів у період сприятливої кон'юнктури, а також не забезпечує можливість проросту коефіцієнта фінансової рентабельності за рахунок залучення позикових коштів.

Зваженість рішень, пов'язаних із формуванням власних фінансових ресурсів, оцінюється за допомогою коефіцієнта самофінансування розвитку підприємства в наступному періоді:

$$K_{\text{сф}} = \frac{\text{ВК}}{\Delta\text{А}} \quad (10.5)$$

де $K_{\text{сф}}$ — коефіцієнт самофінансування; ВК — власний капітал; $\Delta\text{А}$ — запланований приріст активів.

З метою захисту інтересів кредиторів, а також для об'єктивної оцінки отриманого фінансового результату і можливостей його розподілу важливим завданням фінансового менеджменту є збереження власного капіталу. Для фінансового аналізу значення питання про підтримку капіталу полягає у тому, що дозволяє визначити умови збереження капіталу і критерії визнання отриманого прибутку.

У міжнародній практиці бухгалтерського обліку і фінансового аналізу застосовуються два основні підходи до реалізації даного завдання: а) оцінка збереження (підтримання) фінансового капіталу; б) оцінка збереження (підтримання) фізичного капіталу.

Оцінка збереження власного капіталу основана на аналізі величини чистих активів¹ та її змін у періоді, що розглядається. Завдання аналізу полягає в тому, щоб оцінити збереженість чистих активів підприємства до кінця досліджуваного періоду порівняно із їх величиною на початок звітного періоду. Якщо сума чистих активів у кінці періоду перевищує своє значення, яке мало місце на початку періоду, вважається, що кінцевим фінансовим результатом підприємства є прибуток, який свідчить про збереження власного капіталу.

Оцінка підтримання фізичного капіталу дозволяє визначити можливості підприємства з відновлення до кінця звітного періоду тих матеріальних активів, якими розпоряджалося на початку періоду.

¹Теоретично величина власного капіталу характеризується показником чистих активів, під яким розуміють різницю між активами і зобов'язаннями підприємства, що беруться до розрахунку. Визначення величини чистих активів (власного капіталу) має не лише теоретичне, а й велике практичне значення. З величиною чистих активів пов'язують основні характеристики діяльності підприємства, включаючи й саму можливість його існування.

Доцільність вибору одного з методів оцінки збереження капіталу визначається з урахуванням інтересів власників та інших зацікавлених користувачів бухгалтерської інформації, які приймають на її основі фінансові рішення.

У формі № 4 бухгалтерської звітності подається інформація про фактори змін власного капіталу — джерела поповнення його елементів та напрямки їх використання. Отже, дослідження змін складових власного капіталу є наступним етапом аналізу.

Слід враховувати, що на розмір зареєстрованого капіталу можуть вплинути:

- спрямування частини прибутку до статутного капіталу (+);
- додатковий випуск акцій (+) або зменшення їх кількості (-);
- збільшення/зменшення номінальної вартості акцій (+/-);
- надходження пайових внесків (+);
- списання непокритих збитків (-);
- повернення внесків при виході учасника (-) та ін.

Розмір додаткового капіталу може змінюватися в результаті:

- емісійного доходу (+);
- безкоштовно одержаних необоротних активів (+);
- позитивних/негативних курсових різниць (+/-) тощо.

Резервний капітал може збільшуватися за рахунок спрямування частини прибутку на його формування чи поповнення та зменшуватися унаслідок покриття збитків, виявлених за результатами діяльності за рік.

Величина нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) залежить від:

- фінансових результатів звітного періоду;
- розміру сплачених дивідендів (-);
- відрахувань до резервного капіталу (-);
- поповнення зареєстрованого капіталу (-) і та ін.

За статтею «капітал у дооцінках» узагальнюється інформація про дооцінки (+) та уцінки (вибуття чи зменшення корисності) необоротних активів і фінансових інструментів (-), які відповідно до національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку відображаються у складі власного капіталу.

У процесі даного напрямку аналізу з'ясовують зміни загальної величини власного капіталу та всіх його елементів. Для цього розраховують абсолютні та відносні показники їх динаміки. На основі отриманих результатів виявляють складові власного капіталу, по яким відбулося найсуттєвіше збільшення чи зменшення їх величини; оцінюють причини цих змін.

Доповнюється даний напрям аналізу розрахунком показників руху власного капіталу: коефіцієнтами надходження та використання капіталу.

Коефіцієнт надходження власного капіталу K_H відображає частину власних коштів, що надійшли за період, від наявного на кінець звітного періоду власного капіталу і розраховується за формулою

$$K_H = \frac{BK_H}{BK_{к.п.}}, \quad (10.6)$$

де BK_H — власний капітал, що надійшов за період; $BK_{к.п.}$ — власний капітал на кінець звітного періоду.

Коефіцієнт використання власного капіталу K_B визначає співвідношення власного капіталу, який підприємство використало протягом звітного періоду, до величини власного капіталу, з яким підприємство починало своє функціонування:

$$K_B = \frac{BK_B}{BK_{п.п.}}, \quad (10.7)$$

де BK_B — використаний за період власний капітал; $BK_{п.п.}$ — власний капітал на початок звітного періоду.

Дані коефіцієнти розраховують як за загальною величиною власного капіталу, так і за окремими його елементами. Якщо за результатами розрахунку коефіцієнт надходження капіталу перевищує коефіцієнт його використання, це означає, що підприємство в процесі діяльності нарощує власні кошти, і навпаки.

Показником, що відображає середній темп зміни власного капіталу за рахунок фінансово-господарської діяльності підприємства, є коефіцієнт стійкого економічного зростання. Він характеризує можливості розвитку підприємства за рахунок внутрішніх джерел і розраховується з урахуванням даних звіту за такою формулою:

$$K_{с.зр.} = \frac{ЧП_p - Д}{BK}, \quad (10.8)$$

де $K_{с.зр.}$ — коефіцієнт стійкого економічного зростання; $ЧП_p$ — чистий прибуток; $Д$ — дивіденди; BK — середній за період розмір власного капіталу.

Висока роль власного капіталу в економічному розвитку підприємства і забезпеченні задоволення інтересів всіх економічних суб'єктів (підприємства, персоналу, держави) визначає його як головний об'єкт управління, а забезпечення ефективного його використання відноситься до числа найвідповідальніших завдань фінансового менеджменту. Причому суть цього завдання полягає не лише в ефективному використанні раніше накопиченого власного капіталу, а й у формуванні власних фінансових ресурсів, необхідних для подальшого розвитку підприємства.

Здатність власного капіталу до самозростання характеризує відповідний рівень генерування прибутку, який є основним внутрішнім джерелом формування власних коштів.

У зв'язку із цим найважливішою оцінкою віддачі на капітал, вкладений у діяльність підприємства, є отриманий у результаті цього прибуток. Даний показник визначає рентабельність власного капіталу і розраховується за даними звіту за таким алгоритмом:

$$P_{BK} = \frac{ЧП_p}{BK}, \quad (10.9)$$

де P_{BK} — рентабельність власного капіталу підприємства; $ЧП_p$ — чистий прибуток¹; BK — середня за період величина власного капіталу.

¹Чисельник формули являє собою той результат, що залишається у розпорядженні власників.

Будучи узагальнюючим показником, який комплексно характеризує ефективність діяльності підприємства, рентабельність власного капіталу в значній мірі залежить від обраної структури фінансування, а також від вартості окремих його складових.

Також дані звіту про власний капітал дозволяють проаналізувати його склад і структуру. Необхідність окремого розгляду елементів власного капіталу пов'язана з тим, що кожен з них є характеристикою правових та інших обмежень підприємства у розпорядженні своїми активами.

Кожний суб'єкт господарювання має характерну лише для нього структуру власного капіталу. Однак прийняття рішень, пов'язаних із вибором джерел фінансування діяльності підприємства, обумовлює отримання ним того чи іншого фінансового результату в майбутньому. Від структури власного капіталу залежить фінансовий стан, прибутковість і ризикованість бізнесу.

Аналітичні можливості форми № 4 фінансової звітності дозволяють дослідити рівень і динаміку показників, які характеризують структуру власного капіталу (табл. 10.7).

Таблиця 10.7

ПОКАЗНИКИ СТРУКТУРИ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ

Назва показника	Алгоритм розрахунку показника	Характеристика показника
1. Коефіцієнт захисту власного капіталу $K_3^{ВН}$	$K_3^{ВК} = \frac{ДК + РК}{ВК}$	Показник демонструє частину власного капіталу, що виконує захисну функцію на підприємстві. Високе його значення свідчить про достатню частку резервного фонду і додаткового капіталу, що може бути використаною у разі виникнення непередбачуваних процесів на підприємстві і погіршенні фінансової стійкості
2. Коефіцієнт ризику власного капіталу $K_p^{ВН}$	$K_p^{ВК} = \frac{ВК - (ДК + РК)}{ДК + РК}$	Значення показника характеризує рівень ризику втрати підприємством певної суми статутного капіталу і накопиченого нерозподіленого прибутку. За умови негативної динаміки коефіцієнта протягом кількох періодів, знижується довіра до підприємства, оскільки у разі виникнення кризових ситуацій є ризик неповернення коштів кредиторам
3. Коефіцієнт захисту зареєстрованого капіталу $K_3^{ЗН}$	$K_3^{ЗК} = \frac{РК}{ЗК}$	Коефіцієнт вказує на захищеність статутного капіталу у разі виникнення складних непередбачуваних ситуацій на підприємстві. Відповідно до чинного законодавства коефіцієнт повинен бути не меншим як 0,15

Закінчення табл. 10.7

Назва показника	Алгоритм розрахунку показника	Характеристика показника
3. Коефіцієнт розвитку підприємства за рахунок самофінансування K_p	$K_p = \frac{\Delta PK + \Delta НП_p}{ЧП_p}$	Характеризує здатність підприємства розвиватися за рахунок ефектної діяльності, що приносить позитивний фінансовий результат. Низьке значення показника свідчить про виведення суттєвої суми прибутку з обороту
<i>Умовні позначення:</i> ДК — додатковий капітал; РК — резервний капітал; ВК — власний капітал; ЗК — зареєстрований капітал; ΔPK — абсолютні зміни резервного капіталу в звітному періоді порівняно з базисним періодом; $\Delta НП_p$ — абсолютні зміни нерозподіленого прибутку в звітному періоді порівняно з базисним періодом; $ЧП_p$ — чистий прибуток		

Під час визначення структури власного капіталу перш за все виходять з джерел його формування. Виділяють такі джерела його утворення:

- 1) внесення власниками підприємства грошей та інших активів;
- 2) нагромадження суми доходу, що залишається на підприємстві.

Залежно від джерел формування, власний капітал поділяють на вкладений і нагромаджений. *Вкладений капітал* — це капітал, внесений власниками підприємства (статутний капітал, пайовий капітал, додатково вкладений капітал). *Нагромаджений капітал* — це капітал, отриманий у процесі діяльності підприємства, що включає капітал від переоцінки; дарчий капітал, отриманий підприємством від інших осіб у вигляді безоплатно одержаних активів; резервний капітал, який утворюється шляхом відрахувань з чистого прибутку на покриття не передбачуваних збитків і втрат; нерозподілений прибуток.

Ділення власного капіталу на вкладений і нагромаджений має велике значення як з теоретичної, так і практичної точки зору: по співвідношенню і динаміці цих складових власного капіталу оцінюють ефективність діяльності підприємницької структури. Тенденція до збільшення питомої ваги нагромадженого капіталу свідчить про здатність підприємства нарощувати свої кошти, вкладені в активи, і характеризує якість його фінансового менеджменту.

Оскільки власний капітал визначає рівень фінансової автономії підприємства і забезпеченість вимог до кредиторів, то включений до алгоритму розрахунку показників, що оцінюють такі важливі характеристики фінансового стану підприємства, як фінансова стійкість, кредито- і платоспроможність.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 10

Метою аналізу фінансової звітності є ідентифікація, систематизація та обробка первинних даних, що містяться в формах бухгалтерської звітності, та створення інформаційної основи для прийняття управлінських рішень, якість яких визначається рівнем і своєчасністю проведеного дослідження.

Основним завданням фінансового аналізу, спрямованого на обґрунтування управлінських рішень, є ретроспективне і перспективне вивчення та оцінка фінансового і майнового стану підприємства в умовах внутрішнього і зовнішнього середовища, що постійно змінюється.

Результати аналізу фінансової звітності використовуються для прийняття фінансових управлінських рішень, спрямованих на оптимізацію економічних інтересів різних учасників ринкових відносин, які прямо чи опосередковано зацікавлені в результатах діяльності досліджуваного підприємства.

Фінансовий аналіз як важлива складова фінансового менеджменту реалізує такі базові функції, як:

а) визначення цілей, а у відповідності із ними, — основних напрямків і послідовності їх дослідження;

б) збір і перевірка вхідної інформації; підготовка, систематизація, узагальнення та обробка даних фінансового характеру;

в) вибір методів і прийомів дослідження, формування усієї сукупності інструментів, необхідних для аналізу;

г) визначення загальних тенденцій фінансово-економічного розвитку об'єкта вивчення; ідентифікація ознак і характеристик наявних у нього фінансових ситуацій; виявлення причин змін показників і факторів, що їх обумовили; виявлення резервів покращення фінансового та майнового становища підприємства;

д) розробка пропозицій, спрямованих на усунення фінансових загроз, на удосконалення процесу управління фінансовими ресурсами підприємства та підвищення ефективності його діяльності в перспективі.

Фінансова звітність — це єдина система даних про майновий і фінансовий стан підприємства, а також про результати його фінансово-господарської діяльності, що формується на основі даних бухгалтерського обліку за встановленими формами. За міжнародними стандартами, якісними характеристиками фінансової звітності, що визначають корисність наведеної в ній інформації, є доречність в достовірність бухгалтерських даних.

Аналізу фінансової звітності властивий системний комплексний підхід, що враховує цілісність об'єкта дослідження, взаємозв'язки і взаємодії окремих сторін його фінансово-господарської діяльності та їх суперечливий вплив на кінцеві фінансові результати.

Аналіз фінансової звітності полягає у застосуванні аналітичних інструментів і методів до даних форм бухгалтерської звітності, спрямованих на виявлення існуючих між ними зав'язків в характеристиках.

З метою раціонального вибору системи показників та обґрунтування сукупності факторів, без яких неможливе відтворення моделі, адекватній реальній дійсності, відбувається удосконалення прийомів і методів фінансового аналізу, здатних максимально враховувати специфіку об'єкта дослідження та уможливити отримання справедливих стосовно нього висновків.

ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Значення фінансової звітності та результатів її оцінювання для прийняття управлінських рішень фінансового характеру.
2. Мета, завдання та інструментарій аналізу фінансової звітності підприємства.
3. Сучасні методи фінансового аналізу, необхідність та особливості їх застосування.
4. Деталізований аналіз балансу, його основні тематичні напрями та відповідні їм групи фінансових показників.
5. Мета, завдання та особливості проведення експрес-аналізу звіту про фінансовий стан.
6. Методика побудови та аналізу порівняльного аналітичного балансу.
7. Мета, завдання та аналітичні можливості звіту про сукупний дохід.
8. Алгоритм визначення рентабельності і прибутку підприємства. Фактори, що впливають на зміни цих показників.
9. Методологія та методика аналізу звіту про рух грошових коштів.
10. Порядок оцінювання звіту про власний капітал.
11. Економічна інтерпретація отриманих результатів аналізу, ідентифікація фінансових проблем, розробка заходів щодо їх усунення.

ЛІТЕРАТУРА

1. *Тігова Т. М.* Аналіз фінансової звітності: навч. посібник / Тігова Т. М., Селіверстова Л. С., Працюк Т.Б. — К.: ЦУЛ, 2012.
2. *Михайлюк О.* Як читати і аналізувати фінансову звітність: [посібник для членів наглядових рад та керівників акціонерних товариств] / О. Михайлюк. — К.: Міжнародна фінансова корпорація, 2004.
3. *Цал-Цалко Ю. С.* Фінансова звітність підприємства та її аналіз: Навчальний посібник / Ю. С. Цал-Цалко. — 2-ге вид. перероб. і доп. — К.: ЦУЛ, 2002.
4. *Петряєва З. Ф.* Аналіз фінансової звітності підприємства: навч. посібник / З.Ф. Петряєва, О. О. Петряєв. — Харків: ХНЕУ, 2009.
5. *Верига Ю. А.* Аналіз фінансового стану підприємства за фінансовою звітністю: [методичні рекомендації для практичних працівників] / Ю. А. Верига, В. О. Подольська. — Полтава: РВВ ПУСКУ, 2004.
6. *Грабовецький Б. Є.* Фінансовий аналіз та звітність: навч. посібник / Б. Є. Грабовецький, І. В. Шварц. — Вінниця: ВНТУ, 2011.

ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ

Вивчивши матеріал цього розділу, ви будете ЗНАТИ:

- методологічні основи, закономірності та принципи планування;
- сутнісні ознаки фінансового планування за видами плану;
- організацію фінансової роботи на підприємстві;
- сутність і класифікаційні ознаки методів фінансового планування;
- методологію управління виконанням фінансових планів.

Успішно засвоївши матеріал цього розділу, ви будете ВМІТИ:

- складати фінансові плани підприємства на різні прогнозовані горизонти із розкриттям процедур управління фінансами підприємств у системі ефективного планування;
- використовувати різні засоби і методи фінансового планування;
- вибирати систему бюджетів, враховуючи специфіку діяльності підприємства, його організаційну форму і форму власності, складати різні види бюджетів;
- оцінювати рівень виконання фінансового плану;
- здійснювати поточну перевірку виконання фінансових планів та їх аналіз;
- виявляти резерви підприємства і враховувати їх у фінансовому плануванні.
- управляти виконанням фінансових планів шляхом моніторингу відхилень досягнутих показників від запланованих показників фінансових планів.

Основні терміни та поняття

Бюджетування

Оперативне фінансове планування

План доходів і витрат

План надходження і витрачання грошових коштів

Платіжний календар

Поточне фінансове планування
 Управління виконанням фінансових планів
 Фінансова політика
 Фінансова стратегія
 Фінансове планування
 Фінансовий план

11.1. СИСТЕМА ФІНАНСОВИХ ПЛАНІВ ПІДПРИЄМСТВА

Основою механізму управління фінансовою діяльністю підприємства є **фінансове планування** — процес розробки системи фінансових планів і планових (нормативних) показників із забезпечення розвитку підприємства необхідними фінансовими ресурсами та підвищення ефективності його фінансової діяльності в очікуваному періоді.

Система фінансового планування слугує не стільки для створення формально зафіксованого плану, скільки для узгодження між собою цілей підприємства, можливостей, що відкриваються перед ним на ринку та наявних у його розпорядженні ресурсів.

Фінансове планування на підприємстві ґрунтується на використанні трьох основних його систем:

- прогнозування фінансової діяльності;
- поточного планування фінансової діяльності;
- оперативного планування фінансової діяльності.

Усі системи фінансового планування перебувають у взаємозв'язку і реалізуються у визначеній послідовності. Кожній із цих систем фінансового планування притаманний певний період і форми реалізації його результатів (табл. 11.1).

Таблиця 11.1

**СИСТЕМИ ФІНАНСОВОГО ПЛАНУВАННЯ
І ФОРМИ РЕАЛІЗАЦІЇ ЙОГО РЕЗУЛЬТАТІВ НА ПІДПРИЄМСТВІ**

Системи фінансового планування	Форми реалізації результатів фінансового планування	Період планування
1. Прогнозування фінансової діяльності	Розробка загальної фінансової стратегії і фінансової політики за основними напрямками фінансової діяльності підприємства	до 3-х років
2. Поточне планування фінансової діяльності	Розробка поточних фінансових планів за окремими аспектами фінансової діяльності	до 1-го року
3. Оперативне планування фінансової діяльності	Розробка і доведення до виконавців бюджетів, платіжних календарів і інших форм оперативних планових завдань з усіх основних питань фінансової діяльності	місяць, квартал

Вихідним (початковим) етапом планування є прогнозування фінансової діяльності. Система прогнозування — найскладніша серед розглянутих систем

фінансового планування. Підприємство повинно прогнозувати обсяг продажу, витрати, пов'язані з ним, у розрізі найважливіших видів продукції, потребу в джерелах фінансування, величину грошових потоків тощо.

Прогнозування як один із методів управління на підприємстві не зводиться лише до розрахунку орієнтирів за критеріями, що мають кількісний вимір. Його слід розуміти ширше, зокрема, як метод виявлення оптимальних варіантів дій на підприємстві. Основна мета прогнозування полягає в тому, щоб дістати можливість оцінювати роботу підприємства як «вдалу» чи «невдалу» не за тими показниками що є (прибутками, дивідендами), а за тими, що потенційно могли б бути. У такому розумінні прогнозування тісно пов'язане з перспективним аналізом, оскільки кінцевий варіант дій вибирається після розгляду і порівняльного аналізу різних варіантів, у тому числі й альтернативних.

У процесі прогнозування найважливішими елементами є:

- прибутковість;
- наявність власних фінансових ресурсів;
- раціональне розміщення основних і оборотних коштів;
- платоспроможність;
- ліквідність.

За рахунок прогнозування цих показників можна досягти стабільності в діяльності підприємства. Прогнозування прибутковості базується на інформації про прибутки, отримані в минулих періодах. Необхідність прогнозування прибутку обумовлена тим, що без прогнозу показників фінансових результатів підприємство не в змозі планувати розвиток матеріально-технічної бази, свої витратні статті, віддача яких не збігається в часі з їх здійсненням. Також прогнозування дає можливість для отримання обґрунтованого висновку про можливі фінансові результати, термін досягнення бажаних результатів або навпаки — застерегти про небажані зміни і вказати на необхідність прийняття певних рішень для досягнення стратегічних цілей підприємства в майбутньому.

З показниками прибутковості підприємства тісно пов'язані показники платоспроможності і ліквідності. Аналіз і прогнозування цих показників проводиться на основі фінансової звітності та є основою для отримання позикових коштів, залучення нових інвесторів та інноваційного розвитку підприємства. На основі прогнозованих показників прибутковості, платоспроможності, ліквідності, раціонального розміщення обігових коштів та ін. є можливим формування подальшої стратегії розвитку підприємства і коригування короткострокових планів за рахунок зміни тактичних завдань і цілей.

Основою фінансового прогнозування є узагальнення та аналіз наявної інформації з подальшим моделюванням і врахуванням факторів можливих варіантів розвитку ситуації та фінансових показників. Методи і способи прогнозування мають бути достатньо динамічними для того, щоб своєчасно враховувати будь-які зміни.

Результатом фінансового прогнозування є розробка трьох основних документів: прогнозу звіту про прибутки і збитки; прогнозу руху грошових коштів і прогнозу балансу активів та пасивів підприємства. Наведені джерела є інформаційною базою для розрахунку прогнозованих показників фінансового стану

підприємства. Прогнозована фінансова звітність може використовуватися як орієнтир для контролю поточної діяльності підприємства, під час прогнозування рівня оптимальної структури балансу тощо.

Поточне фінансове планування передбачає певну деталізацію фінансового прогнозування на менш короткостроковий період. Включає розробку конкретних фінансових планів, які дають можливість підприємству визначити джерела фінансування його розвитку на майбутній рік, у тому числі по кварталах; сформулювати структуру доходів і витрат; забезпечити стійку (постійну) платоспроможність; визначити структуру активів і капітал підприємства на кінець планового періоду.

Фінансовий план — це документ, що є результатом фінансового планування, який відображає забезпечення підприємства необхідними фінансовими ресурсами та спрямований на підтримання ефективності його фінансової діяльності у плановому періоді.

Система поточного планування фінансової діяльності підприємства ґрунтується на розробленій фінансовій стратегії та фінансовій політиці за окремими аспектами фінансової діяльності. Поточні фінансові плани відіграватимуть належну управлінську роль тільки за умови їх тісного взаємозв'язку із загальною стратегією підприємства, з його бізнес-планами, виробничими, маркетинговими, науково-технічними та іншими планами.

Показники поточного фінансового плану розробляються на рік з розбивкою показників по кварталах (місяцях). У процесі поточного фінансового планування розробляються такі види фінансових планів підприємства:

- план доходів і витрат по основній діяльності;
- план надходження і витрачання грошових ресурсів;
- плановий баланс активів та пасивів.

План доходів і витрат по основній діяльності — визначальний план у системі поточного фінансового планування діяльності підприємства. Метою розробки плану є визначення суми чистого прибутку підприємства, що формується розрахунковим способом на основі всіх видів операційних планів. Розробка плану доходів і витрат відбувається за напрямками діяльності (видами бізнесу) підприємства та в розрізі груп товарів. План доходів і витрат можна використовувати:

- у бізнес-плануванні: для складання плану доходів і витрат у розрізі бізнес-проектів;
- у фінансовому плануванні: для розроблення платіжного балансу;
- у бухгалтерському та управлінському обліку: для формування звітності про доходи і витрати та визначення фінансових результатів діяльності бізнес-одиниць (центрів фінансового обліку);
- у бюджетуванні: для розроблення бюджету руху коштів на прогнозований період.

Призначення плану доходів і витрат підприємства — надати керівництву підприємства деталізовану інформацію про ефективність діяльності за кожним напрямом кожного структурного підрозділу підприємства за певний період часу, проаналізувати і визначити резерви формування збільшення прибутку,

оптимізації податкових та інших відрахувань до бюджету. Зведений план доходів і витрат складають за чинною формою бухгалтерської звітності «Звіт про фінансові результати».

Формат плану доходів і витрат відображає всі види доходів і витрат підприємства за окремими статтями (табл. 11.2).

Таблиця 11.2

ФОРМАТ ПЛАНУ ДОХОДІВ І ВИТРАТ ПІДПРИЄМСТВА

Доходна частина	Витратна частина
1. Доходи від реалізації продукції (робіт, послуг, товарів). 2. Доходи від інших видів операційної діяльності. 3. Доходи від фінансової та інвестиційної діяльності	1. Собівартість реалізованої готової продукції (товарів, робіт, послуг). 2. Адміністративні витрати, витрати на збут. 3. Інші операційні витрати. 4. Витрати на фінансову і інвестиційну діяльність. 5. Податок на прибуток

План надходження і витрачання грошових ресурсів розробляється з метою забезпечення постійної платоспроможності підприємства на всіх етапах планового періоду. Охоплює сукупність грошових потоків, які класифікують за такими ознаками (табл. 11.3).

Таблиця 11.3

КЛАСИФІКАЦІЙНА СУКУПНІСТЬ ВИДІВ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВА

1. За масштабами обслуговування господарського процесу			
По підприємству в цілому	За окремими видами господарської діяльності підприємства	За структурними підрозділами підприємства	За господарськими операціями
2. За напрямками руху грошових коштів			
Позитивний грошовий потік (надходження коштів на підприємство у результаті господарських операцій)		Негативний грошовий потік (витрачені кошти підприємства у результаті господарських операцій)	
3. За видами господарської діяльності			
Грошовий потік від операційної діяльності	Грошовий потік від інвестиційної діяльності	Грошовий потік від фінансової діяльності	

Показники цього плану розробляються з помісячною або поквартальною деталізацією; у ньому визначають сальдо (чистий рух коштів) за кожним видом діяльності і загальний чистий рух коштів за період. План має два розділи, які збалансовані між собою в кварталному і помісячному розрізі.

У розділі «Надходження грошових ресурсів» плануються надходження грошових коштів від реалізації продукції, іншого майна, стягнення простроченої дебіторської заборгованості та ін.

У розділі «Витрачання грошових ресурсів» передбачається використання грошових коштів на закупку сировини, матеріалів, сплату податків, повернення боргів та ін.

Формат цього плану має такий вигляд, як показано у табл. 11.4.

Таблиця 11.4

ПЛАН НАДХОДЖЕННЯ І ВИТРАЧАННЯ ГРОШОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

№ з/п	Показники	Квартали				За рік
		I	II	III	IV	
1	Залишки грошових засобів на початок періоду					
2	Надходження грошових ресурсів:					
	від реалізації товарів					
	отримання позик					
	від реалізації основних засобів					
	від реалізації фінансових інвестицій					
3	отримання відсотків					
	передоплата від покупців					
	Усього надходжень					
4	Разом грошові засоби в обороті (залишок на початок періоду + надходження)					
5	Витрачання грошових ресурсів:					
	оплата постачальникам					
	виплата заробітної плати					
	оплата податків та інших обов'язкових платежів до бюджету					
	виплата дивідендів					
	погашення позик					
	придбання основних засобів					
	оплата відряджень персоналу					
6	придбання фінансових інвестицій					
	Усього витрачачь					
7	Залишок (дефіцит) грошових засобів на кінець періоду					

Враховуючи високу фінансову відповідальність за прострочення платежів, при плануванні необхідно передбачити резерви вільних грошових коштів. Це своєрідний буфер, який дозволить врятувати становище у разі помилок в управлінні грошовими потоками та непередбачених обставин. Даний резерв грошових ресурсів не може бути фіксованим. Як правило, він буде дещо більшим протягом періоду високої ділової активності, ніж під час її спаду. Крім того, для підвищення ефективності управління грошовими потоками значна його частина може бути розміщена на депозитних рахунках.

За допомогою плану надходжень і витрачань грошових ресурсів підприємство може перевірити реальність джерел надходження та обґрунтування витрат, визначити можливу величину потреби у позикових коштах у разі виникнення дефіциту:

$$ГК_{к.п.} = ГК_{п.п.} + ГК_{надх.} - ГК_{витр.} + ДФ, \quad (11.1)$$

де $ГК_{к.п.}$ — залишок грошових коштів на кінець періоду; $ГК_{п.п.}$ — залишок грошових коштів на початок періоду; $ГК_{надх.}$ — надходження грошових коштів; $ГК_{витр.}$ — витрачання грошових коштів; $ДФ$ — додаткове фінансування на покриття дефіциту грошових коштів.

Слід також пам'ятати, що до плану не включають внутрішні зміни у складі грошових коштів (каса → поточний рахунок → каса) і не грошові операції (отримання активів шляхом фінансової оренди, бартерні операції, придбання активів шляхом емісії акцій тощо).

Заключним етапом поточного фінансового планування є складання планового **балансу активів і пасивів підприємства**. У його розробці використовують показники попередньо розроблених фінансових планів: плану доходів і витрат з основної діяльності, плану надходження і витрачання грошових ресурсів та ін.

Мета розробки балансового плану — визначення необхідного приросту окремих видів активів із забезпеченням їхньої внутрішньої збалансованості, а також формування оптимальної структури капіталу, яка гарантувала б достатню фінансову стійкість підприємства.

Значення цього плану полягає в тому, що він дає можливість:

- виконати розрахунки окремих фінансових показників й оцінити, яким буде фінансовий стан підприємства по закінченні відповідного періоду (кварталу, року);
- оцінити, як зміниться вартість підприємства в результаті діяльності підприємства за плановий період;
- визначити зміни в ефективності діяльності підприємства і виділити фінансові проблеми (наприклад зниження ліквідності) в плановому періоді;
- проконтролювати правильність розроблення всіх інших планів за плановий період (активи балансу мають відповідати пасивам).

Плановий баланс не відображає результатів діяльності за якийсь період часу, а являє собою «миттєвий знімок», що фіксує сильні і слабкі сторони підприємства на кінець планового року.

Будь-який окремо взятий елемент сам по собі нічого не вартий, однак розгляд елементів у співвідношенні один з одним, дає можливість зробити висновок стосовно стійкості фінансового стану підприємства. Формат цього плану має такий вигляд (табл. 11.5).

Під час планування балансу на кінець майбутнього періоду необхідно визначити оптимальні співвідношення між його статтями і у подальшому проводити заходи із забезпечення відповідності фактичних показників плановим.

При послідовному плануванні спочатку плануються активи, а потім пасиви балансу. Планові запаси сировини і матеріалів на кінець планового періоду визначаються на основі планового обсягу діяльності, а приріст (оновлення) основних засобів, нематеріальних активів відповідно до плану з розвитку потенціалу підприємства (інвестиційний план).

Таблиця 11.5

ПЛАНОВИЙ БАЛАНС АКТИВІВ І ПАСИВІВ ПІДПРИЄМСТВА

Активи	Квартали				За рік
	I	II	III	IV	
I. Необоротні активи: Основні засоби Первісна вартість Знос					
Усього за розділом I					
II. Оборотні активи Запаси Дебіторська заборгованість Гроші та їх еквіваленти					
Усього за розділом II					
Баланс					
Пасиви	Квартали				За рік
	I	II	III	IV	
I. Власний капітал Зареєстрований капітал Додатковий капітал Резервний капітал Нерозподілений прибуток					
Усього за розділом I					
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення Довгострокові кредити банків Довгострокове забезпечення					
Усього за розділом II					
III. Поточні зобов'язання і забезпечення Короткострокові кредити банків Поточна кредиторська заборгованість за: товари, роботи, послуги розрахунками з бюджетом у тому числі з податку на прибуток розрахунками з оплати праці					
Усього за розділом III					
Баланс					

Сума готівки на поточному рахунку і в касі на кінець планового періоду (ліміт) приймається в розрахунок виходячи з плану надходження і витрачання грошових ресурсів. Інші статті активу балансу визначаються розрахунково, виходячи з пропорційності їх зміни.

Статті пасиву балансу планують послідовно у взаємозв'язку з плануванням структури капіталу (власного, позикового, залученого), джерелами фінансування, розміщення майна за статтями активів.

Доцільно за відправну точку брати обсяг власного капіталу. Різниця між сумою активів і власним капіталом становить потребу в позиковому і залученому капіталі. Дані про структуру позикового капіталу можна одержати в плані грошових надходжень і витрачачь і в плані доходів і витрат.

Далі визначають співвідношення власного і позикового капіталів, яке повинне підтримуватися в певних межах з урахуванням структури активів балансу (як правило, власний капітал та оборотні активи мають бути більше за позиковий капітал).

Основні правилами формування планового балансу такі:

- оборотні активи повинні бути більше за необоротні;
- оборотні активи повинні бути більше за позиковий капітал;
- власний капітал повинен бути більше за позиковий капітал;
- власний капітал повинен бути більше за необоротних активів.

Разом з цим управління фінансами підприємства забезпечується впровадженням оперативних фінансових планів.

Оперативне фінансове планування доповнює систему поточного фінансового планування і є його невід'ємною складовою. Це більш короткострокове планування, яке реалізується у формі планових завдань із фінансового забезпечення основних напрямів діяльності підприємства.

Основними завданнями оперативного фінансового планування є визначення обсягів і складу витрат, пов'язаних із діяльністю окремих структурних підрозділів підприємства і забезпечення покриття цих витрат фінансовими ресурсами із різних джерел.

Оперативні плани дають можливість здійснювати систематичний контроль за забезпеченням неперервності виробничого процесу і значно підвищити ефективність фінансово-господарської діяльності. Під час їх складання необхідно використовувати об'єктивну інформацію про тенденції економічного розвитку у сфері діяльності підприємства, інфляції, можливих змінах у технології і організації процесу виробництва.

Оперативне фінансове планування носить безперервний характер, його особливістю є врахування фактора часу в надходженні і використанні фінансових ресурсів. Оперативне фінансове планування передбачає складання платіжного календаря, касового і кредитного планів.

Платіжний календар складається на місяць із розбивкою на декади або тижні. Тут відображається увесь грошовий оборот підприємства за всіма напрямками надходжень і платежів.

Платіжний календар сприяє успішному виконанню поточного фінансового плану, даючи можливість фінансовим службам підприємства забезпечити оперативне фінансування, виконання розрахункових і платіжних зобов'язань, фіксувати поточні зміни платоспроможності підприємства.

Правильно складений платіжний календар уможливорює безперервність кругообігу оборотних засобів, зменшує ризик неплатежів за зобов'язаннями, дозволяє підвищити контроль за своєчасним стягнення дебіторської заборгованості і вказує на необхідність використання позикових і залучених коштів у плановому періоді.

Інформаційною базою для складання платіжного календаря є:

- показники випуску і реалізації продукції;
- кошторис витрат на виробництво продукції;
- договори з постачальниками на поставку матеріально-технічних ресурсів та їх оплати;
- строки внесення до державного бюджету податкових платежів;
- обсяги і строки виплат заробітної плати, премій;
- кредитні договори з комерційними банками в частині одержання кредитів, їх погашення та виплат процентних платежів;
- дані бухгалтерського обліку про стан дебіторської та кредиторської заборгованості;
- виписки із банківських рахунків (поточних, валютних);
- нормативно встановлені терміни платежів фінансових зобов'язань.

Формат платіжного календаря має такий вигляд (табл. 11.6).

Таблиця 11.6

ПЛАТІЖНИЙ КАЛЕНДАР ПІДПРИЄМСТВА

№ з/п	Показник	Декади			За місяць
		1	2	3	
1	Початкове сальдо коштів (поточний рахунок у банку плюс касова готівка)				
2	I. Надходження коштів: 1. За рахунок зниження дебіторської заборгованості 2. За відвантажену і відпущену продукцію в даному місяці (без застосування попередньої оплати) 3. Аванси покупців 4. Кредити банків 5. З централізованих джерел 6. Інші				
3	Всього надходжень коштів з урахуванням початкового сальдо				
4	II. Витрачання коштів: 1. Погашення кредиторської заборгованості 2. Погашення недоїмок, прострочених банківських кредитів, відсотків по них 3. Оплата сировини, матеріалів, інших матеріальних ресурсів, робіт і послуг 4. Сплата податків і обов'язкових платежів 5. Авансові платежі по податкам і зборам 6. Аванси постачальникам 7. Оплата праці 8. Капітальні інвестиції 9. По кошторисах витрат служб соціально-культурної сфери 10. Платежі банкам зобов'язань за позиками і відсотками за користування ними 11. Інші витрати				
5	Всього грошових виплат				
6	Надлишок (+), недолік (-) коштів				

Перевищення планованих виплат над очікуваними надходженнями (разом із перехідним залишком коштів на рахунках) означає недостатність власних можливостей для покриття витрат і може призвести до погіршення фінансового стану.

Основними заходами із забезпечення синхронності грошових надходжень і платежів можуть бути:

- перенесення частини першочергових витрат на наступний календарний період;
- прискорення відвантаження і реалізації продукції;
- погашення дебіторської заборгованості;
- залучення додаткових джерел.

Надлишок грошових коштів може бути інвестований для отримання додаткового прибутку, що свідчить про фінансову стійкість і платоспроможність підприємства.

На багатьох підприємствах разом із платіжним календарем складається *податковий календар*, у якому зазначається розмір податків і строки їх оплати. Це дозволяє уникнути прострочень і санкцій.

Крім платіжного і податкового календарів, підприємства можуть складати *касовий план*, що відображає надходження і виплату готівки через касу.

Важливою частиною оперативної фінансової роботи є складання *кредитного плану*. За його допомогою підприємство має можливість обґрунтовувати розмір кредиту, визначити суму, з урахуванням процентів, яку необхідно повернути комерційному банку, прорахувати ефективність кредитного заходу.

Діючі сучасні системи фінансового планування в першу чергу спрямовані на забезпечення реального, стабільного зростання операційної діяльності і на цій основі — досягнення високого рівня ефективності всієї діяльності підприємства.

11.2. МЕТОДИ ФІНАНСОВОГО ПРОГНОЗУВАННЯ ТА ПЛАНУВАННЯ

Розробка фінансових планів і прогнозів ґрунтується на загальноприйнятій у світовій практиці методології, яка визначає основні принципи і методи проведення розрахунків планових і прогнозних показників.

Принципи планування — це вихідні правила формування і обґрунтування планів і прогнозів з огляду їх доцільності, системності, структури, логіки та організації розробки.

У процесі прийняття планових фінансових рішень слід враховувати основні з них:

- принцип відповідності;
- принцип постійної потреби в робочому капіталі (власних оборотних коштах);
- принцип надлишку грошових коштів.

Принцип відповідності полягає в тому, що придбання поточних активів (оборотних коштів) слід планувати переважно за рахунок короткострокових джерел. Необхідно скористатися короткостроковою банківською позицією чи

комерційним кредитом постачальника. У той же час для проведення модернізації обладнання слід залучити довгострокові джерела фінансування.

Принцип постійної потреби в робочому капіталі (власних оборотних коштах) зводиться до того, що в прогнозованому балансі активів і пасивів підприємства сума оборотних коштів має перевищувати суму його короткострокових заборгованостей, тобто не можна планувати слабколіквідний баланс підприємства.

Принцип надлишку грошових коштів — припускає в процесі планування не обнуляти грошовий рахунок, а мати певний запас коштів для забезпечення надійної платіжної дисципліни в тих випадках, коли хтось із платників прострочить, порівняно з планом, свій платіж.

Якщо сума грошових ресурсів підприємства стає надмірно великою (вище від якогось граничного значення), підприємство може вдатися до купівлі високоліквідних цінних паперів чи розмістити їх на депозит у банку.

Ефективність організації фінансового планування в значній мірі залежить від методів планування фінансової діяльності підприємства.

Методи планування — це прийоми, способи і процедури техніко-економічних обчислень планових показників, їх обґрунтування відповідно до стратегічних завдань розвитку підприємства.

У процесі розробки фінансових планів застосовується досить широкий спектр методів. В сучасних умовах їх нараховується понад 150, при цьому як основні на практиці використовуються лише 15–20 із них.

Розвиток індустрії інформатики дає можливість для розширення кола цих методів прогнозування і планування. В управлінській практиці найбільшого поширення отримали такі *методи фінансового планування*:

- процента від реалізації;
- розрахунково-аналітичний;
- екстраполяції та інтерполяції;
- балансовий;
- нормативний;
- дисконтованих грошових потоків;
- оптимізації планових рішень;
- економіко-математичного моделювання.

Сутність *методу процента від реалізації* полягає в плануванні витрат, активів і зобов'язань у процентах відповідно до темпів зростання обсягів реалізації продукції. Технологія фінансового планування при цьому базується на таких припущеннях:

- у разі зростання обсягів реалізації продукції в плановому періоді поточні активи та зобов'язання будуть зростати з такими самими темпами;
- зростання вартості основних засобів розраховується відповідно до планових темпів збільшення обсягів реалізації з урахуванням особливостей бізнесу, наявності недовантажених основних засобів на початок планового періоду, ступеню зносу технічних засобів та інше;
- довгострокові зобов'язання та акціонерний капітал у плановому періоді приймається на рівні попередніх звітних даних;

- нерозподілений прибуток планового року дорівнює нерозподіленому прибутку на кінець звітного року плюс чистий прибуток планового року за винятком розподіленого на споживання прибутку;
- у процесі зіставлення планових обсягів активів і пасивів підприємства необхідні суми додаткового зовнішнього фінансування визначаються у такий спосіб:

$$\text{ДНФ} = \frac{A \times \Delta S}{S} - \frac{L \Delta S}{S} - M \times S_1 \times (1 - d), \quad (11.2)$$

де A — активи, які мають збільшуватися з обсягом продаж;

S — обсяг продаж базового року;

S_1 — обсяг продаж планового року;

ΔS — приріст обсягу продаж;

L — пасиви, що автоматично зростають разом з ростом продаж;

M — рентабельність реалізованої продукції;

d — коефіцієнт дивідендних виплат.

Відповідно до наведених залежностей потреби у зовнішньому додатковому фінансуванні будуть зростати при значних обсягах змінних активів у звітному періоді, високих темпах зростання продаж продукції у плановому періоді, високій нормі розподілу чистого прибутку на дивіденди та будуть зменшуватись при значних обсягах змінних пасивів у звітному періоді і високих значеннях рентабельності реалізованої продукції.

Приклад 11.1. Визначити обсяг додаткового зовнішнього фінансування підприємства в плановому періоді за наступних даних його діяльності в звітному і плановому періодах (табл. 11.7).

Таблиця 11.7

ЗВІТНИЙ БАЛАНС ПІДПРИЄМСТВА, млн грн

Активи	Сума, млн грн	Пасиви	Сума, млн грн
1. Необоротні активи	9004	1. Власний капітал без нерозподіленого прибутку	809
2. Оборотні активи	6471	2. Нерозподілений прибуток	6322
		3. Довгострокові зобов'язання і забезпечення	5740
		4. Поточні зобов'язання	2604
Всього	15 475	Всього	15 475

1. Прогнозовані обсяги виручки від реалізації продукції в плановому періоді визначені на рівні 12 854 млн грн.

2. Обсяг виручки від реалізації продукції в звітному періоді склали 9964 млн грн.

3. Темп зростання обсягів виручки від реалізації заплановано на рівні: $12854 \text{ млн грн} : 9964 \text{ млн грн} \times 100 = 129 \%$.

4. У плановому періоді передбачається зберегти рентабельність продаж продукції на рівні 16,38 %:

$$\begin{aligned} & (\text{Чистий прибуток} : \text{Чистий дохід}) \times 100 \% = \\ & = 2105 \text{ млн грн} : 12\,854 \text{ млн грн} \times 100 \% = 16,38 \% \end{aligned}$$

Розв'язок: Відповідно до умови на основі даних звітного балансу складемо прогнозований баланс підприємства за методом процента від реалізації (табл. 11.8).

Таблиця 11.8

ПРОГНОЗОВАНИЙ БАЛАНС ПІДПРИЄМСТВА, млн грн

Активи	Звітний баланс	Прогнозований баланс, млн грн
1. Необоротні активи	9004	$9\,004 + (9\,004 \times 0,29) = 11\,615$
2. Оборотні активи	6471	$6\,471 + (6\,471 \times 0,29) = 8348$
Баланс	15 475	19 963
Пасиви	Звітний баланс	Прогнозований баланс, млн грн.
1. Власний капітал (без нерозподіленого прибутку)	809	809
2. Нерозподілений прибуток	6322	$6322 + (12854 \times 0,1638) = 8427,5$
3. Довгострокові зобов'язання і забезпечення	5740	5740
4. Поточні зобов'язання	2604	$2604 + (2604 \times 0,29) = 3359,2$
5. Необхідний обсяг додаткового зовнішнього фінансування		1627,3
Баланс	15475	19 963

У плановому періоді у зв'язку із зростанням обсягів реалізації на 29 %, витрати і ресурси будуть мати таку динаміку:

1. Для забезпечення планових обсягів виробництва і реалізації продукції необхідні обсяги капітальних інвестицій в необоротні активи складуть:

$$11\,615 \text{ млн грн} - 9\,004 \text{ млн грн} = 2\,611 \text{ млн грн.}$$

2. Необхідні обсяги приросту оборотних активів:

$$8\,348 \text{ млн грн} - 6\,471 \text{ млн грн} = 1\,877 \text{ млн грн.}$$

За таких умов приріст витрат в плановому періоді:

$$2\,611 \text{ млн грн} + 1\,877 \text{ млн грн} = 4\,488 \text{ млн грн.}$$

3. Приріст поточних зобов'язань в плановому періоді:

$$3\,359,2 \text{ млн грн} - 2\,604 \text{ млн грн} = 755,2 \text{ млн грн.}$$

4. Приріст обсягів нерозподіленого прибутку в плановому періоді:

$$8\,427,5 \text{ млн грн} - 6\,322 \text{ млн грн} = 2\,105,5 \text{ млн грн.}$$

Сумарний приріст фінансових ресурсів у плановому періоді:

755,2 млн грн + 2105,5 млн грн = 2860,7 млн грн.

Необхідні обсяги додаткового зовнішнього фінансування в плановому періоді:

4488 млн грн – 2860,7 млн грн = 1627,3 млн грн.

Основна перевага методу відсотка від реалізації — простота, чіткість і ясність технології розрахунків планових показників господарської діяльності підприємства. Основні недоліки полягають у сумнівному припущенні, що підприємство постійно працює на повну потужність, всі пов'язані ресурси збалансовані, а для зростання обсягу продажів потрібні лише капітальні інвестиції.

За наявності у підприємства недовантажених активів використання цього методу викличе посилення рівня неповного завантаження виробничих потужностей, що може призвести до серйозних перекручень у кінцевих параметрах усього фінансового плану. До того ж, за широкої номенклатури виробничих запасів за цим методом важко виключити з розгляду наднормативні запаси. Однак при всіх зазначених недоліках необхідно визнати, що на сьогодні з практичної точки зору нічого раціональнішого не існує. Широке використання сучасних можливостей економіко-математичного моделювання та обчислювальної техніки забезпечує надійні перспективи застосування методу процента від реалізації у практичній діяльності фінансового планування на підприємствах.

Важливе місце в системі методів обґрунтування планових фінансових показників посідає *розрахунково-аналітичний метод*. Під час складання фінансового плану підприємства першочерговою задачею є збалансування планового зростання обсягів виробництва і реалізації продукції із ефективністю роботи за дотримання фундаментальних фінансових пропорцій у структурі активів і пасивів. Під час використання цього методу фінансове планування зводиться до встановлення раціональних пропорцій між окремими елементами активів і пасивів підприємства, які забезпечують його успішну фінансово-господарську діяльність.

Розрахунково-аналітичний метод базується на таких вихідних фінансових документах:

- бізнес-плані розвитку підприємства на середньострокову перспективу;
- плані капітальних інвестицій на поточний рік;
- кредитному плані на поточний рік, який визначає доступні обсяги позикового капіталу для формування виробничих запасів відповідно до їх нормативних значень;
- нормативному циклі грошового обороту підприємства.

Алгоритм фінансового планування за цим методом полягає в тому, щоб під задані параметри плану збуту забезпечити раціональні джерела фінансування окремих елементів оборотних коштів за золотим правилом фінансування з одночасним їхнім відображенням в агрегованому балансі та в плані надходження і витрачання грошових ресурсів. Після цього робиться оцінка ефективності варіанта фінансового плану та оформлюється зведена аналітична записка.

Практична реалізація золотого правила фінансування пов'язана із жорсткими вимогами на забезпечення ряду фінансових пропорцій у балансі підприємства,

відповідності визначених елементів активів і пасивів. Найважливіші з них наведено в табл. 11.9.

Таблиця 11.9

СПІВВІДНОШЕННЯ АКТИВІВ І ДЖЕРЕЛ ЇХ ФІНАНСУВАННЯ

№ з/п	Активи	Пасиви
1	Основні засоби та нематеріальні активи	1. Зареєстрований капітал 2. Додатковий капітал 3. Нерозподілений прибуток 4. Довгострокові кредити банків
2	Незавершені капітальні інвестиції	1. Зареєстрований капітал 2. Нерозподілений прибуток 3. Довгострокові кредити банків
3	Довгострокові фінансові інвестиції	1. Зареєстрований капітал 2. Нерозподілений прибуток
4	Запаси	1. Зареєстрований капітал 2. Резервний капітал 3. Нерозподілений прибуток 4. Короткострокові кредити банків 5. Поточна кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги
5	Дебіторська заборгованість	1. Поточна кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги 2. Інші поточні зобов'язання 3. Нерозподілений прибуток
6	Гроші та їх еквіваленти	1. Резервний капітал 2. Нерозподілений прибуток 3. Кредити банків 4. Поточна кредиторська заборгованість

Враховуючи концептуальні положення методу процента від реалізації та розрахунково-аналітичного методу, складається прогнозований матричний баланс, який є базою для побудови планового балансу доходів і витрат, плану надходження і витрачання грошових засобів підприємства. Один із можливих його варіантів наведено в табл. 11.10.

Метод екстраполяції полягає у застосуванні такої функції прогнозу, для побудови якої всім спостереженням певного часового періоду надається однакова вагомість.

Мета прогнозу за методом екстраполяції — показати, до яких результатів можна дійти в майбутньому, якщо рухатися до нього з тією самою швидкістю або прискоренням, що й у минулому. Прогноз визначає очікувані варіанти економічного розвитку виходячи з гіпотези, що основні фактори і тенденції минулого періоду зберуться на період прогнозу або що можна обґрунтувати і врахувати напрям їх змін у розглянутій перспективі (рис. 11.1).

Таблиця 11.10

ПРОГНОЗОВАНИЙ МАТРИЧНИЙ БАЛАНС ПІДПРИЄМСТВА

Активи	Пасиви								
	Зареєстрований капітал	Додатковий капітал	Резервний капітал	Нерозподілений прибуток	Довгострокові зобов'язання і забезпечення	Поточна кредиторська заборгованість	Поточні забезпечення	Інші поточні зобов'язання	Баланс
Основні засоби та нематеріальні активи									
Незавершені капітальні інвестиції									
Довгострокові фінансові інвестиції									
Інші необоротні активи									
Виробничі запаси, незавершене виробництво									
Готова продукція, товари									
Дебіторська заборгованість									
Гроші та їх еквіваленти									
Інші оборотні активи									
Баланс									

Обсяг реалізації, тис. ум. од.

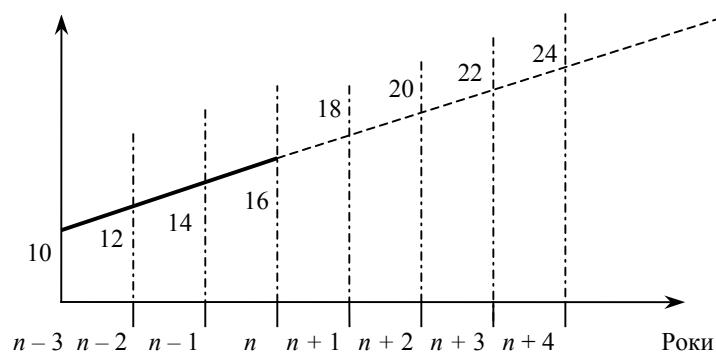


Рис. 11.1. Приклад планування обсягу реалізації за допомогою методу екстраполяції

Методи екстраполяції тенденції є найпоширенішими сьогодні у короткостроковому прогнозуванні з усієї сукупності методів прогнозування.

Обумовлено це високим рівнем розробленості методичного апарату, відносно нескладним інструментарієм дослідження, швидкістю розрахунків в оперативному режимі часу.

На основі методу екстраполяції підприємство може здійснити прогноз фінансових результатів на найближчий період, що має велике значення для стратегічного планування розвитку підприємств. Однак варто пам'ятати, що фінансові прогнози не можуть бути виконані з великою точністю, тому що може відбутися багато подій, які спричинять невідповідність між дійсністю і прогнозом. Тому очікувані прогнозовані показники будуть вважатися доцільними за сталих умов функціонування підприємства.

Метод інтерполяції принципово протилежний методу екстраполяції. За інтерполяційним методом планування підприємство встановлює мету для досягнення її в майбутньому і на цій підставі визначає тривалість планового періоду та проміжні планові показники.

Інтерполяційний метод передбачає зворотний рух — від встановленої мети та відповідного кінцевого значення планових показників до обчислення проміжних їхніх величин (рис. 11.2).

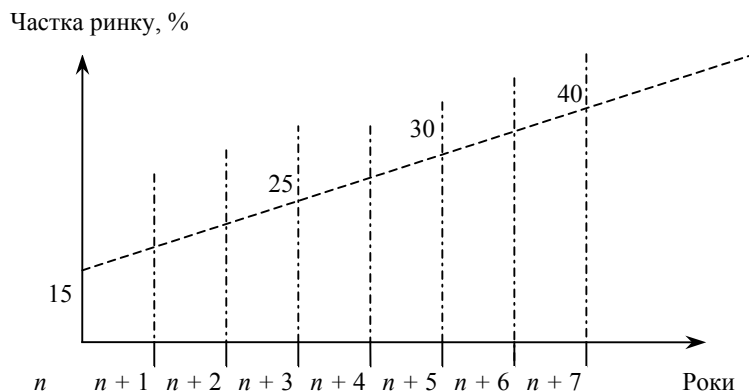


Рис. 11.2. Приклад планування частки ринку за допомогою методу інтерполяції

Для досягнення 40 % частки ринку до $n + 7$ року необхідно:

- 1) збільшення торгових посередників і торговельних точок збуту до $n + 3$ року для досягнення 25 % частки ринку;
- 2) збільшення обсягу реклами на ... % до $n + 5$ року для досягнення 30 % частки ринку і т. д.

Балансовий метод передбачає не тільки балансування підсумкових показників доходів і витрат фінансового плану, а й визначення конкретних джерел покриття для кожної статті витрат.

За допомогою цього методу досягається зв'язок прогнозованих видатків з наявними фінансовими ресурсами і прогнозованим їх приростом і забезпечується ресурсне збалансування плану економічного розвитку. За цим методом складається плановий баланс активів і пасивів підприємства, план надходження і витрачання грошових ресурсів.

Нормативний метод ґрунтується на підставі певних фінансових норм і техніко-економічних нормативів, розраховується потреба підприємства у фінансових ресурсах і визначаються джерела цих ресурсів. До сфер використання нормативного методу можна віднести нормування оборотних засобів (сировини, матеріалів, палива, незавершеного виробництва, готової продукції, а також нормування оплати праці, амортизаційних відрахувань).

Метод дисконтованих грошових потоків — інструмент прогнозування сукупності розподілених у часі надходжень і виплат грошових коштів. Використовується при складанні фінансових планів, інвестиційних проектів.

Метод оптимізації планових рішень передбачає розрахунок планових показників за кількома можливими варіантами розвитку, а потім вибір кращого з них. Як критерії вибору показників для наступного включення їх до фінансового плану можуть використовуватися:

- максимум прибутку (доходу) на грошову одиницю вкладеного капіталу;
- економія фінансових ресурсів, тобто мінімум фінансових витрат;
- економія поточних витрат;
- мінімум вкладення капіталу за максимально ефективного результату;
- максимум абсолютної суми одержаного прибутку.

Метод економіко-математичного моделювання передбачає побудову математичної моделі, яка відображає залежність прогнозних показників від певних чинників економічного розвитку і подальше використання цієї моделі для побудови фінансових планів.

З багатьох підходів до *фінансового прогнозування* найбільшого поширення набули три з них, в основі яких лежать: методи експертних оцінок; методи оброблення просторових, часових і просторово-часових сукупностей; методи ситуаційного аналізу і прогнозування. Застосування методів прогнозування у фінансовому плануванні на підприємстві пов'язане з вивченням їх сутності та можливостей.

Методи експертних оцінок. Це найпростіші і достатньо популярні методи, історія їх використання нараховує не одне тисячоліття. Найпростішим прикладом застосування подібних методів є визначення певних прогнозів і планів на інтуїтивному рівні.

У сучасній інтерпретації методи експертного прогнозування можуть передбачати багатоступеневе опитування експертів за спеціальними схемами та опрацювання отриманих результатів за допомогою наукового інструментарію економічної статистики. Ці методи застосовуються не тільки для прогнозування значень фінансових і загальноекономічних показників, а й в аналітичній роботі, наприклад, для розробки вагомих коефіцієнтів, порогових значень показників, що контролюються.

Методи обробки часових, просторових і просторово-часових сукупностей. Ці методи з погляду формалізованого прогнозування посідають провідне

місце і суттєво варіюють за складністю алгоритмів, що використовуються. Вибір різних методів залежить від багатьох чинників, у тому числі і від вихідних даних.

Можна виділити три типові ситуації. *Перша ситуація* — наявність часового ряду. На практиці вона спостерігається найчастіше: підприємство має у розпорядженні дані про динаміку показників, на основі яких йому потрібно побудувати найреальніший прогноз. Отже, йдеться про виділення тренду. Це можна зробити різними способами. Найчастіше використовують два з них: простий динамічний аналіз і аналіз за допомогою авторегресійних залежностей.

Перший спосіб ґрунтується на передумові, що прогнозний показник Y змінюється прямо (обернено) пропорційно зі зміною (плинністю) часу. Тому для визначення прогнозних значень показника Y будується така залежність:

$$Y_1 = a + b \cdot t, \quad (11.3)$$

де t — порядковий номер періоду; a, b — параметри рівняння регресії.

Підставивши у формулу (11.3) потрібне значення t , розраховують необхідний прогноз.

В основі другого способу — достатньо очевидна передумова, що економічні процеси мають певну специфіку. Вони відрізняються, по-перше, взаємозалежністю, і по-друге, значною інерційністю. Це свідчить, що значення практично будь-якого економічного показника в момент t залежить від стану цього показника у попередніх періодах (у даному випадку ми абстрагуємося від впливу інших факторів), тобто значення прогнозованого показника в минулих періодах повинні розглядатися як факторні ознаки. У цьому випадку використовують рівняння авторегресійної залежності, що в найбільш загальній формі матиме вигляд

$$I_t = A_0 + A_1 \cdot Y_{t-1} + A_2 \cdot Y_{t-2} + \dots + A_k \cdot Y_{t-k}, \quad (11.4)$$

де Y_t — прогнозоване значення показника Y у момент t ; Y_{t-1} — значення показника I в момент $(t-1)$; A_i — i -й коефіцієнт регресії.

Друга ситуація — наявність просторової сукупності. Має місце в тому разі, коли з деяких причин статистичні дані показника відсутні або є підстави вважати, що його значення визначається впливом деяких факторів. У цій ситуації може використовуватися багатофакторний регресійний аналіз, що являє собою поширення простого динамічного аналізу на багатовимірний випадок. При цьому в результаті якісного аналізу виділяють кількість факторів (X_1, X_2, \dots, X_k), що впливають на зміну прогнозованого показника Y , і найчастіше будується лінійна регресійна залежність такого типу:

$$Y = A_0 + A_1 \cdot X_1 + A_2 \cdot X_2 + \dots + A_k \cdot X_k, \quad (11.5)$$

де $A_{1, 2, \dots, k}$ — коефіцієнти регресії.

Третя ситуація — наявність просторово-часової сукупності. Вона має місце тоді, коли:

— ряди динаміки за довжиною — недостатні для побудови статистично значимих прогнозів;

— підприємство має намір урахувати в прогнозі вплив факторів, що розрізняються за економічною природою, і їх динаміку.

Вихідними даними для розрахунків служать матриці показників, кожна з яких є значенням тих самих показників за різні періоди часу або на різні послідовні дати.

Методи ситуаційного аналізу і прогнозування. В основі цих методів знаходяться моделі, призначені для дослідження функціональних або жорстко детермінованих зв'язків, коли кожному значенню факторної ознаки відповідає повністю визначене невинпадкове значення результативної ознаки.

Як приклад можна навести залежності, реалізовані в рамках моделі факторного аналізу, запропонованої фахівцями фірми «Дюпон». Під час використання цієї моделі підставляють у неї прогнозовані значення різних факторів, наприклад, виручки від реалізації продукції (робіт, послуг), оборотності активів, рівня фінансової залежності, і розраховують прогнозоване значення одного з основних показників ефективності — коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Другим прикладом може слугувати Звіт про фінансові результати, що являє собою реалізацію жорстко детермінованої факторної моделі в табличній формі, яка пов'язує результативну ознаку (прибуток) із факторами, що на нього впливають (дохід від реалізації, рівень витрат, рівень податкових ставок тощо). В узагальненому вигляді модель є багатовимірною таблицею найважливіших фінансових показників діяльності підприємства в динаміці.

У режимі імітації вводяться прогнозовані значення факторів у різних комбінаціях, за якими розраховується очікуване значення прибутку. За результатами цієї імітації може вибиратися один або кілька варіантів дій. При цьому значення факторів, що використані в процесі моделювання, слугитимуть прогнозованими орієнтирами у майбутніх діях.

Практичний досвід свідчить про неможливість застосування одного методу для обґрунтування поточного фінансового плану підприємства з огляду на необхідність визначення досить великої кількості фінансових показників. Їх комплексне взаємоузгоджене використання є необхідною умовою забезпечення високої якості фінансового плану.

Основними факторами, що впливають на вибір і комбінацію методів, є:

— складність визначення показника, що входить до плану, і його взаємозв'язки з іншими показниками;

— термін планування;

— забезпеченість вихідною інформацією щодо впливу факторів зовнішнього і внутрішнього середовищ на діяльність підприємства;

— результати аналізу відповідних показників у передплановому періоді.

Незважаючи на певну диференціацію методів фінансового планування, необхідність багатоваріантних розрахунків є нагальною умовою сьогодення для будь-якого підприємства, тому обґрунтування поточного фінансового плану обов'язково передбачає визначення песимістичного, оптимістичного і помірного варіантів розвитку фінансових показників підприємства.

11.3. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Фінансова діяльність підприємства не може обмежуватися лише завданнями фінансового забезпечення його поточних бізнес процесів і виробничої діяльності. Успішність діяльності підприємства пов'язана з перспективами його розвитку. Звідси постає питання про необхідність розробки підприємством стратегії розвитку і відповідного фінансового забезпечення її реалізації, а також фінансового забезпечення *стратегічного управління* заходами розвитку. Інструментом такого забезпечення стратегічного управління є *фінансова стратегія*.

За загально визнаним розумінням, **стратегія** — це довгостроковий план дій, спрямований на досягнення певної мети, суттєвої для організації.

Стратегія в різних сферах діяльності визначається по-різному. У програмній діяльності організацій роль стратегії полягає у впровадженні організаційно-аналітичної структури, яка обґрунтовує і готує рішення для виконання тих або інших дій.

Фінансова стратегія підприємства — це спосіб реалізації підприємством довгострокових цілей фінансової діяльності, усунення суперечності між потребою у фінансових ресурсах і можливостями їх формування, забезпечення оптимізації розподілу фінансових ресурсів та ефективності їх використання протягом довгострокового періоду.

Фінансова стратегія дозволяє реально оцінити фінансові можливості підприємства, забезпечити максимальне використання його внутрішнього фінансового потенціалу і можливість активного маневрування фінансовими ресурсами.

У руслі фінансової стратегії формується значення основних критеріальних оцінок вибору найважливіших фінансових управлінських рішень.

Фінансова стратегія — це один із найважливіших видів функціональної складової стратегії підприємства, яка спрямована на визначення фінансових цілей, завдань та процесів і формування відповідних ключових індикаторів ефективності (KPI — Key Performance Indicators), їх реалізації для забезпечення довгострокового розвитку підприємства, оцінювання використання усіх можливих фінансових ресурсів.

Водночас виникають ситуації, коли важко надати чисельне значення KPI через відсутність можливостей провести необхідні статистичні спостереження або маркетингові дослідження. Тоді розглядаються ключові питання (як альтернатива чисельним значенням), на які розробляються якісні характеристики або певні критерії.

Розробка фінансової стратегії являє собою особливу галузь фінансового планування і яка є складовою частиною загальної стратегії розвитку підприємства. Фінансова стратегія повинна узгоджуватися з цілями та напрямками, визначеними загальною стратегією. Водночас фінансова стратегія і сама справляє значний вплив на формування загальної стратегії економічного розвитку підприємства.

Під час розробки фінансової стратегії підприємства підприємство розглядається як відкрита соціально-економічна система, яка активно взаємодіє з чинниками зовнішнього середовища і яка спроможна до самоорганізації.

Фінансова стратегія розробляється на основі принципів стратегічного управління.

Стратегічне управління — особливе, відмінне від поточного, управління підприємством на підставі стратегії, яке орієнтує всю діяльність на встановлення постійного зв'язку із зовнішнім оточенням і на внесення своєчасних змін для закріплення здатності підприємства до ефективного виконання своєї місії та забезпечення довгострокової діяльності підприємства і його розвиток у мінливому середовищі.

Стратегічне управління імперативно включає стратегічне планування, яке пов'язано з виконанням системи важливих завдань з визначення перспективних напрямів розвитку підприємства та основних видів його діяльності.

Стратегічне управління формує для підприємства загальну мету, а також для кожного структурного підрозділу конкретну мету, яка має бути узгодженою із загальною стратегією, а також відповідні заплановані КРІ, які мають бути досягнуті.

Водночас стратегічне управління стимулює управлінський персонал до аналізу бізнес-процесів, а також технологічних, логістичних та інших виробничих процесів, удосконаленню системи мотивації персоналу. За цим напрямом має бути також здійснений аналіз проблемних позицій (вузьких місць, або «горлишек») у виробничих і бізнес-процесах і розроблені заходи з їх усунення, наприклад, на базі методології теорії обмежень Голдратта.

Фінансова стратегія як складова стратегічного планування створює основу для раціонального розподілу обмежених фінансових ресурсів і має бути узгодженою із загальною стратегією економічного та соціального розвитку підприємства.

Наявність фінансової стратегії встановлює взаємозв'язок стратегічного, поточного та оперативного управління фінансовою діяльністю підприємства. У руслі фінансової стратегії розробляються найважливіші управлінські рішення, які містять питання врегулювання фінансового забезпечення як розвитку підприємства, так і його поточної діяльності.

Фінансова стратегія розробляється на довгостроковий період, зазвичай це на 2–3 роки, хоча цей термін за визначенням керівництва підприємства може бути більшим. За цей час підприємство, обравши певну стратегію розвитку, забезпечивши її реалізацію фінансовими, кадровими, матеріально-технічними ресурсами, планує досягти визначеної стратегічної мети.

Стратегічна мета — досягнути запланованих результатів, виражених у конкретних КРІ.

Одним із сучасних аналітичних інструментів формування стратегії, а також контролінгу її реалізації є Збалансована система показників (Balanced Scorecard, скорочено BSC, далі — ЗСП), яка була розроблена Р. Капланом і Д. Нортеном і яка набула поширення для стратегічного управління та контролінгу діяльності підприємства.

Збалансована система показників (ЗСП) — це підхід до розробки стратегічних цілей організації з чотирьох точок зору: фінанси, клієнти, внутрішні процеси, навчання і розвиток. ЗСП заснована на встановленні причинно-наслідко-

вих зв'язків між стратегічними цілями, параметрами, що їх віддзеркалюють, і чинниками отримання планових результатів. Особливу увагу розробники ЗСП Р. Каплан і Д. Нортон приділяють створенню зворотного зв'язку для перевірки правильності та життєздатності обраної стратегії.

ЗСП уможливорює об'єднання в єдину систему найважливіших напрямів у плануванні у форматі збалансованої системи ключових показників, які мають бути взаємопов'язані між собою.

Цілі та показники їх досягнення формуються залежно від місії і стратегії підприємства та, як правило, розробляються за чотирма домінантними напрямками або сферами: «Фінанси», «Клієнти», «Внутрішні бізнес-процеси», «Навчання і розвиток персоналу» (або Розвиток компетентностей персоналу). Хоча кількість таких домінантних напрямів може бути більше чотирьох. Фінансову стратегію в домінантних напрямів ЗСП відображено на рис.11.3.

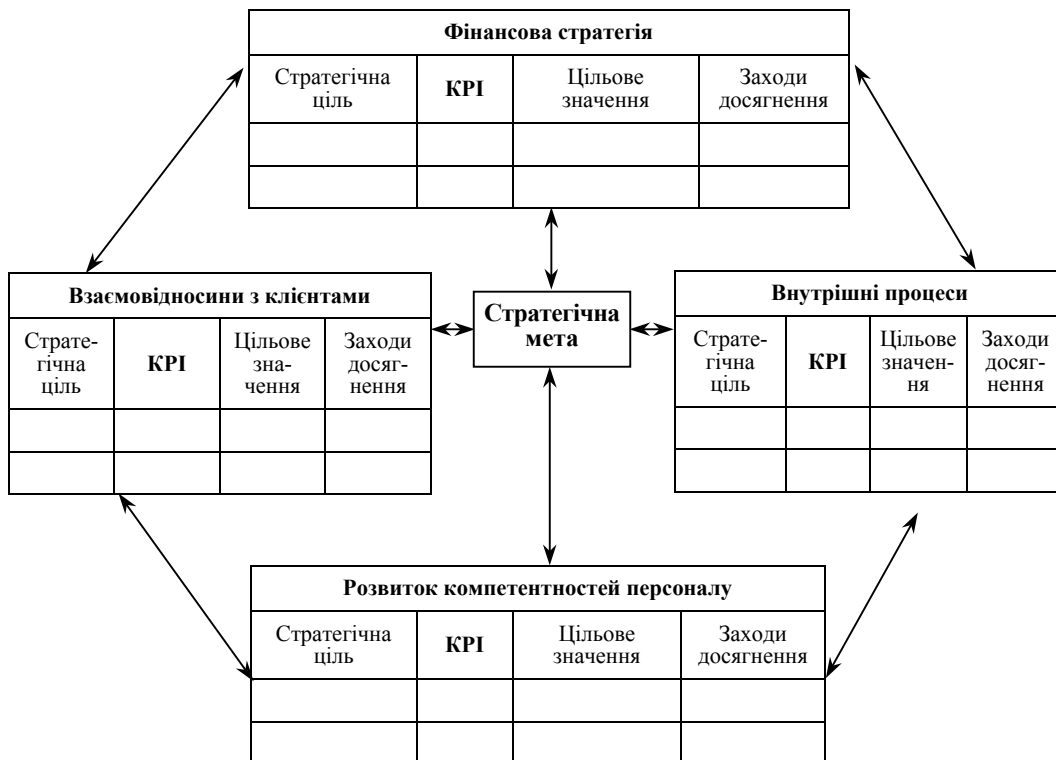


Рис. 11.3. Фінансова стратегія в домінантних сферах збалансованої системи показників (ЗСП)

Домінантні сфери ЗСП на рис 11.3.1 розкриваються у такий спосіб.

Фінансова стратегія планування на перспективу використання активів і забезпечення фінансовими ресурсами реалізації стратегії розвитку підприємства. КРІ оцінюють економічні наслідки фінансових дій підприємства і являють

собою індикатори відповідності стратегії підприємства, її реалізації загальній стратегії розвитку підприємства.

Взаємовідносини з клієнтами визначають утримання та розвиток сегмента ринку для реалізації продукції (робіт, послуг) підприємства, включаючи вихід на ринок з інноваційною продукцією підприємства, виміром розвитку яких мають стати відповідні КРІ.

Внутрішні виробничі визначає ті найголовніші внутрішні процеси підприємства, які мають забезпечити своєчасне повне матеріально-технічне забезпечення, запровадження інноваційних технологій і технологічне переоснащення виробництва, удосконалення логістики тощо, які мають забезпечити довгостроковий розвиток підприємства і його конкурентоспроможність, виміром якого мають стати відповідні КРІ.

Розвиток компетентностей персоналу передбачає навчання для підвищення кваліфікації співробітників, утвердження корпоративної та організаційної культури персоналу, що має посилити мотивацію до продуктивної праці на підприємстві.

При плануванні заходів, спрямованих на розвиток компетентностей персоналу, доцільно керуватися складовими інтегральної компетентності, визначеними Національною рамкою кваліфікацій, яка призначена для використання з метою розробки, ідентифікації, співвіднесення, визнання, планування і розвитку кваліфікацій персоналу за напрямками «Знання», «Уміння», «Комунікація», «Автономність», які мають бути деталізовані в дескрипторах цих напрямів з урахуванням кваліфікаційних вимог до персоналу відповідно до посадових компетенцій у підприємстві.

ЗСП відображає всі основні функціональні стратегії підприємства і орієнтована на контролінг загальної стратегії розвитку підприємства.

Реалізацію фінансової стратегії варто вважати успішною, якщо досягнуті всі КРІ по кожній із складових ЗСП.

Процес розробки і реалізації фінансової стратегії підприємства включає такі основні етапи:

- визначення періоду реалізації стратегії;
- аналіз фінансового стану підприємства (виявлення й оцінка сильних і слабких сторін підприємства, загроз фінансової діяльності);
- оцінювання факторів зовнішнього фінансового середовища підприємства;
- комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства;
- визначення стратегічної мети і домінантних напрямів фінансової діяльності підприємства;
- розроблення цільових ключових індикаторів та показників (КРІ) як стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства;
- розроблення управлінських фінансових рішень і фінансової політики підприємства;
- оцінювання розробленої фінансової стратегії;
- забезпечення реалізації та моніторингу фінансової стратегії.

Важливим етапом розроблення фінансової стратегії підприємства є визначення періоду її реалізації. Тривалість цього періоду залежить, у першу чергу,

від тривалості періоду формування загальної стратегії розвитку підприємства. Важливою умовою його формування є передбачуваність розвитку економіки в цілому і кон'юнктури тих сегментів фінансового ринку, з якими пов'язана майбутня фінансова діяльність підприємства.

За теперішніх умов цей період не може бути занадто тривалим і в середньому зазвичай не перевищує 2–3 роки. Умовами визначення періоду формування фінансової стратегії є також галузева належність підприємства, його розмір, стадія життєвого циклу продукції та ін.

Аналіз фінансового стану підприємства спирається на систему КРІ, які визначаються з урахуванням предметної діяльності підприємства, а також з урахуванням КРІ суміжних домінуючих сфер діяльності підприємства в координатах ЗСП.

Аналіз фінансового стану підприємства передбачає оцінювання сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його фінансової діяльності за напрямками маркетингові дослідження можливостей розширення обсягів диверсифікації операційної діяльності (а відповідно і фінансової); фінансові можливості формування інвестиційних ресурсів; фаховий склад персоналу, організаційна структура управління, корпоративна культура в підприємстві.

Успіх фінансової стратегії підприємства гарантується, коли фінансові стратегічні цілі відповідають реальним економічним і фінансовим можливостям підприємства, а методи його є гнучкими та адекватними змінам фінансово-економічної ситуації.

Для аналізу внутрішнього і зовнішнього середовищ, в яких здійснює діяльність підприємство, залучаються загальновідомі і досконально розроблені методи:

SWOT-аналіз (SWOT аббревіатура від англ. strength — сила, weakness — слабкість, opportunity — можливість, threat — загроза) — загальноновизнаний інструмент стратегічного планування, який є системним способом аналізу зовнішнього оточення організації-суб'єкта планування та спрямований на виявлення сильних і слабких сторін фінансової діяльності підприємства, його фінансових можливостей і загроз цій діяльності;

PEST-аналіз (аббревіатура PEST розкривається за першими літерами англійських назв цих напрямів групування факторів: Political-legal (політико-правові), Economic (економічні), Sociocultural (соціокультурні), Technological (технологічні)).

Сутність PEST-аналізу полягає у виявленні та в оцінці впливу факторів макросередовища на результати поточної і майбутньої діяльності підприємства. Метою PEST-аналізу є відстеження (моніторинг) змін макросередовища за чотирма домінуючими напрямками і виявлення тенденцій, подій, невідконтрольованих підприємству, але здійснюючих вплив на прийняття стратегічних рішень, зокрема, це:

політичний фактор зовнішнього середовища вивчається для того, щоб мати чітке уявлення про наміри органів державної влади стосовно розвитку суспільства і про засоби, за допомогою яких держава припускає запроваджувати в життя свою політику та ін.;

аналіз економічного аспекту зовнішнього середовища дозволяє зрозуміти, як на рівні держави формуються і розподіляються економічні ресурси або запровадження змін до податкового законодавства. Для більшості підприємств це є найважливішою умовою ділової активності;

вивчення соціального компонента зовнішнього оточення спрямоване на те, щоб усвідомити й оцінити вплив на бізнес таких соціальних явищ, як ставлення людей до праці та якості життя, мобільність людей, активність споживачів та ін.;

аналіз технологічного компонента дозволяє передбачати можливості, пов'язані з розвитком науки і техніки, вчасно переорієнтуватися на виробництво та реалізацію технологічно перспективного продукту, спрогнозувати момент відмови від використовуваної технології.

SNW-аналіз використовується під час проведення аналізу чинників внутрішнього середовища та визначає характер позиції підприємства. Аббревіатура SNW: S — сильна позиція (strengthposition), N — нейтральна позиція (neutralposition), W — слабка позиція (weaknessposition).

Крім зазначених методів для певних завдань розробки фінансової стратегії за результатами фінансового аналізу діяльності підприємства застосовуються портфельний аналіз (аналіз портфелів дебіторської і кредиторської заборгованостей, портфель інвестиційних проектів тощо), сценарний аналіз, а також програмні продукти, як, наприклад, Project Expert.

За результатами аналізу фінансової діяльності підприємства і перспектив його розвитку складається матриця можливих напрямів фінансової стратегії підприємства, якими можуть бути визначені:

наступальна активна фінансова стратегія, яка відповідає загальній стратегії підприємства — прискореного розвитку;

поміrkована фінансова стратегія, яка узгоджується з базовою стратегією підприємства «обмежене зростання»;

оборонна антикризова фінансова стратегія запроваджується підприємством в умовах слабкості позицій підприємства на ринку і зовнішніх загроз скорочення ринку продукції підприємства і наявності значних ризиків втрати підприємством фінансових ресурсів.

Дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища і кон'юнктури фінансового ринку визначає вивчення економіко-правових умов фінансової діяльності підприємства і можливої їхньої зміни в майбутньому періоді. Крім того, на цьому етапі розробки фінансової стратегії аналізується кон'юнктура фінансового ринку її визначальні фактори.

Отже, розробляється прогноз кон'юнктури в розрізі окремих сегментів цього ринку, пов'язаних з майбутньою фінансовою діяльністю підприємства, його стану на ринку, кон'юнктури в галузі, до якої належить підприємство (галуззю тут позначається група підприємств, продукція яких має настільки схожі якості, що боротьба йде за одних і тих же покупців).

Галузі і галузеві підприємства значно розрізняються за структурою і базовими характеристиками. Разом з тим аналіз загальної ситуації в галузі та конкуренції у ній починається з огляду основних економічних характеристик. Чинники,

які необхідно вивчити для того, щоб визначити основні характеристики галузі здебільшого універсальні:

- розміри ринку;
- масштаби конкуренції (конкуренція у місцевому, регіональному національному або світовому масштабі);
- темпи зростання ринку і стадія, на якій перебуває ринок (початок підйому, швидкий злет і зростання, початок зрілості, кінець зрілості і насичення, застій і старіння, спад);
- кількість конкурентів і їх відносні розміри, чи діє в галузі багато дрібних компаній або в ній домінує олігополія;
- споживчий попит, кількість покупців і їх фінансові можливості;
- легкість входження підприємства до сегмента галузевого ринку і виходу з нього з переорієнтацією на інший сегмент;
- чи є продукти/послуги фірм-конкурентів високодиференційованими, слабо диференційованими чи практично однаковими;
- чи має можливість підприємство економити на масштабах виробництва, транспортуванні, маркетингу або проведенні рекламних заходів;
- чи є висока міра завантаження виробничих потужностей найважливішою умовою для досягнення низького рівня витрат виробництва;
- інвестиційна привабливість галузі.

Комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства. За результатами аналізу фінансового стану підприємства і дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища підприємства надається комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства (далі — комплексна оцінка).

Комплексна оцінка важлива для виявлення проблемних пасток фінансової діяльності із забезпечення стратегічного розвитку підприємства, об'єктивно оцінити фінансовий потенціал підприємства та якість фінансового менеджменту на підприємстві.

На основі комплексної оцінки розробляються параметри фінансової стратегії підприємства, КРІ, стратегічні цілі розвитку.

Комплексна оцінка має врахувати усі напрями фінансової діяльності підприємства щодо забезпечення фінансовими ресурсами усіх домінантних сфер ЗСП.

Для інтеграції окремих оцінок за домінантними сферами фінансової діяльності підприємства чинники у цих сферах або в сегментах у них можуть бути враховані в комплексній оцінці з певними ваговими коефіцієнтами.

Комплексна оцінка надається за оцінками окремих чинників у процесі SWOT-аналізу, SNW-аналізу, доповненими оцінками, отриманими за іншими методами стратегічного аналізу за такими позиціями:

«Сильна позиція», «Нейтральна позиція», «Слабка позиція», «Можливості», «Загрози» у домінантних сферах фінансової діяльності підприємства:

- 1) потенціал формування фінансових ресурсів підприємства (власних ресурсів із внутрішніх джерел, залучення ресурсів із зовнішніх джерел і форма залучення);
- 2) ефективність розподілу і використання фінансових ресурсів підприємства (ефективності використання: власного капіталу, активів, інвестицій, залученого капіталу);

3) рівень фінансової безпеки підприємства (рівні: платоспроможності, фінансової стійкості, фінансових ризиків і результативності їхньої нейтралізації, збалансованості та своєчасності грошових потоків; можливість ефективної і своєчасної санації в умовах кризової ситуації);

4) рівень якості управління фінансовою діяльністю підприємства (рівень компетентностей фінансових менеджерів, повнота і релевантність інформаційного забезпечення прийняття фінансових рішень, рівень використання фінансовими менеджерами сучасних технічних засобів, прогресивних фінансових технологій та інструментів, ефективність організаційної структури управління фінансовою діяльністю, рівень організаційної культури фінансових менеджерів).

У результаті комплексної оцінки встановлюються зв'язки і взаємовпливи між окремими чинниками зовнішнього та внутрішнього середовищ, що може бути представлено в матриці стратегічної позиції підприємства і враховано для розроблення можливих стратегічних напрямів фінансового розвитку підприємства та надано характеристики фінансової стратегії та фінансової політики (рис. 11.4).

		Позиція внутрішнього фінансового середовища		
		«Сильна»	«Нейтральна»	«Слабка»
Вплив зовнішнього фінансового середовища	Сприятливі можливості	«Сила і можливості»	«Стабільність і можливості»	«Слабкість і можливості»
	Загрози	«Сила і загрози»	«Стабільність і загрози»	«Слабкість і загрози»

Рис. 11.4. Матриця стратегічної позиції підприємства

Визначення стратегічної мети і цілей фінансової діяльності підприємства. Головною стратегічною метою фінансової діяльності підприємства є підвищення рівня доходу власників (акціонерів) і добробуту персоналу підприємства шляхом забезпечення фінансовими ресурсами заходів з досягнення та утримання конкурентоспроможності підприємства на довгостроковий період і його розвиток.

Разом з тим ця стратегічна мета фінансової діяльності вимагає визначеної конкретизації з урахуванням завдань та особливостей майбутнього фінансового розвитку підприємства у контексті загального розвитку.

Система цілей фінансової стратегії включає як цілі економічного характеру, так і позаекономічного характеру, пов'язані з вирішенням соціальних питань персоналу підприємства, підвищення гудвілу підприємства, поліпшення екологічного стану довкілля та інше.

У системі цілей фінансової стратегії доцільно побудувати їх матрицю або дерева цілей, де цілі структуровані за:

- *пріоритетністю*: першочергові, головні, основні, допоміжні;
- *періодом досягнення*: стратегічні, довгострокові, короткострокові;
- *об'єктами стратегічного управління*: центрами фінансової відповідальності, окремими важливими структурними одиницями підприємства та ін.;
- *за функціональним призначенням і спрямованістю дій*.

- цілі зростання обсягу фінансових ресурсів (з внутрішніх і зовнішніх джерел);
- цілі підвищення ефективності використання фінансових ресурсів, оптимізації їх розподілу та управління ними;
- цілі оптимізації структури капіталу;
- цілі підвищення фінансової безпеки та подолання зовнішніх загроз;
- цілі підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства;
- цілі, що підтримують тенденції розвитку підприємства;
- цілі, спрямовані на подолання зовнішніх загроз;
- цілі, спрямовані на подолання слабких внутрішніх позицій.

Зазначені цілі досягаються через реалізацію спрямованих дій фінансової діяльності підприємства в руслі фінансової стратегії. При розробці фінансової стратегії відповідно до зазначених цілей доцільно у контексті фінансової діяльності підприємства виокремити під зазначені цілі домінуючі напрями стратегії, тобто здійснити декомпозицію фінансової стратегії на:

Стратегія формування фінансових ресурсів підприємства. Цілі, завдання і основні стратегічні рішення цієї домінуючої фінансової стратегії повинні бути спрямовані на створення потенціалу формування фінансових ресурсів підприємства для забезпечення реалізації потребам його стратегічного розвитку.

Стратегія розподілу фінансових ресурсів підприємства. Параметри стратегічного набору цієї домінуючої фінансової стратегії повинні бути, з одного боку, спрямовані на фінансове забезпечення реалізації окремих функціональних стратегій за критеріями ефективного використання фінансових ресурсів, а з другого — скласти основу формування напрямків інноваційно-інвестиційної діяльності підприємства у стратегічній перспективі.

Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства. Цілі, завдання і найважливіші стратегічні рішення цієї домінуючої фінансової стратегії повинні бути спрямовані на формування і підтримку основних параметрів фінансової рівноваги підприємства у процесі його стратегічного розвитку, а також забезпечення заходів з протидії імовірним пасткам рейдерського захоплення підприємства.

Стратегія підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства. Параметри стратегічного набору КРІ цієї домінуючої фінансової стратегії розробляються фінансовими службами підприємства й включаються у вигляді самостійного блоку до окремих функціональних стратегій підприємства, зокрема, до стратегії *розвитку компетентностей персоналу у форматі ЗСП*.

Досягнення стратегічних цілей у результаті реалізації фінансової стратегії повинно бути забезпечено формуванням достатнього обсягу власних фінансових ресурсів, ефективним використанням власного капіталу і залучених фінансових ресурсів, оптимізацією структури активів та ін.

Розробка цільових КРІ як стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства. Систему стратегічних цілей фінансового розвитку, висвітлюючи кожну із цілей, слід сформулювати чітко і коротко у розроблених конкретних КРІ як цільових стратегічних нормативах, виражених у чисельному вимірі, темпах, динаміці, структурних пропорціях, термінах реалізації.

У процесі розробки цільових КРІ за певною домінуючою сферою ЗСП необхідно виявити їх взаємозв'язок з цільовими КРІ за іншими суміжними домінуючими

тними сферами ЗСП, чим забезпечується узгодженість і збалансованість усієї системи ключових індикаторів і показників. Крім того, КРІ мають бути конкретизовані за часом їх досягнення і синхронізовані між собою в ЗСП.

Наприклад, низка цілей фінансової стратегії безпосередньо пов'язана з цілями, сформованими за іншими векторами ЗСП. Так, цілі підвищення якості управління фінансовими ресурсами пов'язані з підвищенням рівня компетентностей фінансових менеджерів, що вирішується за вектором (складовою) ЗСП «Розвиток компетентностей персоналу». Це має бути враховано при формуванні загальної системи цілей та їх відображення в КРІ.

Цільовими КРІ як стратегічних нормативів за окремими аспектами фінансової діяльності підприємства можуть бути встановлені такі універсальні показники:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів сформованих із внутрішніх джерел;
- мінімальна частка власного капіталу в загальному обсязі використовуваного капіталу підприємства;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;
- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства;
- мінімальний рівень грошових активів, які забезпечують поточну платоспроможність підприємства;
- рівень самофінансування інвестицій;
- обсяг та умови залучених фінансових ресурсів;
- граничний рівень фінансових ризиків у розрізі основних напрямів господарської діяльності підприємства.

Розробка управлінських фінансових рішень. Цілі фінансової стратегії підприємства можуть досягатися різними способами. Саме управлінськими рішеннями має бути здійснено вибір найефективніших способів досягнення визначених цілей.

Виходячи зі стратегічних цілей розвитку підприємства, а також з урахуванням стану фінансової діяльності підприємства процес розробки управлінських фінансових рішень складається з таких етапів (рис. 11.5).

1. *Вибір головної фінансової стратегії підприємства.* Цей етап характеризує основний стратегічний вибір підприємства у системі шляхів досягнення стратегічних фінансових цілей, визначаючи спрямованість усіх подальших дій з прийняття стратегічних управлінських фінансових рішень. Головна фінансова стратегія підприємства являє собою генеральний напрям його фінансового розвитку, який ним обирається, і стосується всіх найбільш важливих аспектів його фінансової діяльності та забезпечує реалізацію його основних стратегічних фінансових цілей. Разом з тим головна фінансова стратегія підприємства залежить від загальної стратегії розвитку підприємства, його позиції на ринку.

Вибір головної фінансової стратегії підприємства залежить від фінансового потенціалу підприємства, його позиції у фінансовому середовищі, що характеризується певним набором КРІ.

Вибір фінансової стратегії пов'язаний з таким вибором серед таких типів фінансових стратегій.

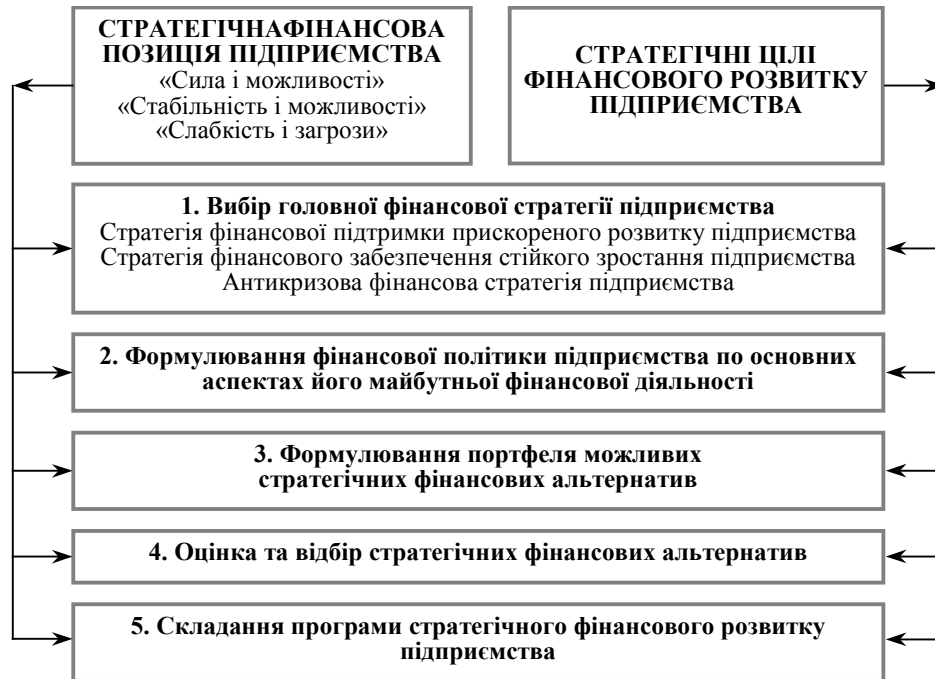


Рис. 11.5. Основні етапи процесу прийняття стратегічних фінансових рішень підприємства

- *Стратегія фінансової підтримки прискореного розвитку підприємства* спрямована на забезпечення високих темпів його операційної діяльності, насамперед обсягів виробництва і розширення сегмента ринку постачання його продукції. У цих умовах суттєво збільшується потреба у фінансових ресурсах для поповнення оборотних і необоротних активів підприємства. Модель стратегічної фінансової позиції, яка відповідає цій стратегії,— це «Стабільність і можливості».
- *Стратегія фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства* спрямована на збалансування параметрів обмеженого зростання операційної діяльності і необхідного рівня фінансової безпеки підприємства. Стабільна і з певною обережністю підтримка таких параметрів у процесі фінансового розвитку підприємства висуває як пріоритетну доміную сферу забезпечення ефективного розподілу і використання його фінансових ресурсів. Модель стратегічної фінансової позиції, яка відповідає цій стратегії,— це «Стабільність і загрози».
- *Антикризова фінансова стратегія підприємства* покликана забезпечити фінансову стабілізацію підприємства у процесі виходу із кризового становища його операційної діяльності, що викликає необхідність скорочення обсягів виробництва і реалізації продукції. У цих умовах доміную сферою стратегічного фінансового розвитку стає формування достатнього рівня фінансової безпеки підприємства. Модель стратегічної фінансової позиції, яка відповідає цій стратегії,— це «Слабкість і загрози».

Під час розробки управлінських фінансових рішень доцільно виділяти основні напрями фінансової діяльності підприємства, які пов'язані з такими завданнями:

— формування фінансових ресурсів підприємства, цілі, завдання та основні стратегічні рішення повинні бути спрямовані на фінансове забезпечення реалізації загальної стратегії підприємства і відповідно підпорядкуватися їй. Опрацювання альтернативних варіантів джерел залучення фінансових ресурсів. За цим напрямом аналізуються потенціали формування фінансових ресурсів із внутрішніх джерел та із зовнішніх джерел;

— оптимізація розподілу фінансових ресурсів підприємства, які мають бути спрямовані на фінансове забезпечення реалізації окремих функціональних стратегій за домінуючими сферами ЗСП і водночас закласти основу для інвестиційно-інвестиційної діяльності підприємства в стратегічній перспективі;

— забезпечення фінансової безпеки підприємства, що передбачає підтримку основних параметрів фінансової рівноваги підприємства, елімінацію або ослаблення фінансових ризиків у господарській діяльності підприємства, включаючи ризики рейдерського захоплення підприємства. У цьому контексті має бути проаналізовано:

- ✓ рівень платоспроможності;
- ✓ рівень фінансової стійкості;
- ✓ рівень фінансових ризиків та ефективності їх нейтралізації;
- ✓ рівень збалансованості і синхронності грошових потоків;
- ✓ забезпечення ефективності використання фінансових ресурсів, що може

бути проаналізовано за таким КРІ:

- РІ — рентабельність інвестицій;
- РЧА — рентабельність чистих активів;
- ДВК — дохід на вкладений капітал;
- ДСА — дохідність сумарних активів;
- ДАК — дохідність акціонерного капіталу;
- дохідність акції;
- коефіцієнт частки запозичених коштів;
- коефіцієнт ліквідності.

Етап формування фінансової політики підприємства є найвідповідальнішим. **Фінансова політика** — це цілеспрямоване використання фінансових відносин і методів управління останніми для досягнення довго- і короткострокових завдань, визначених фінансовою стратегією підприємства та його місією.

Мета фінансової політики — сформулювати ефективну систему управління фінансами, направлену на фінансове забезпечення досягнення стратегічних і тактичних завдань діяльності підприємства.

Основними стратегічними завданнями розробки фінансової політики є:

- максимізація прибутку підприємства і зростання його ринкової вартості;
- оптимізація структури капіталу підприємства і забезпечення його фінансової стійкості;
- досягнення прозорості фінансового стану підприємств для власників (учасників, засновників), інвесторів, кредиторів;

- забезпечення інвестиційної привабливості підприємства;
- створення ефективного механізму управління фінансовими ресурсами підприємства;
- використання підприємством ринкових механізмів залучення фінансових ресурсів.

Фінансова політика являє собою форму реалізації головної фінансової стратегії підприємства у розрізі найважливіших аспектів фінансової діяльності підприємства носить багаторівневий характер, що визначається напрямками та обсягом фінансової діяльності підприємства і необхідністю концентрації зусиль на рішенні окремих стратегічних завдань.

У першу чергу фінансова політика розробляється за окремими сегментами доміантних сфер стратегічного розвитку підприємства, а всередині них — за окремими видами фінансової діяльності.

Кожний із видів фінансової політики повинен бути диференційований за типами її реалізації. Тип фінансової політики характеризує співвідношення рівнів результатів (прибутковості, темпів зростання, ризику фінансової діяльності у процесі реалізації стратегічних фінансових цілей).

У фінансовому менеджменті виділяють три типи фінансової політики підприємства — агресивний, помірний і консервативний.

Агресивний тип фінансової політики характеризує стиль і методи прийняття фінансових рішень, орієнтованих на досягнення найвищих результатів у фінансовій діяльності поза залежності від рівня супровідних і фінансових ризиків, що може їх генерувати з високою вірогідністю. Агресивний тип політики відповідає Стратегії фінансової підтримки прискореного зростання підприємства і стратегічній фінансовій позиції «Сила і можливості».

Помірний тип фінансової політики характеризує стиль і методи прийняття управлінських рішень, орієнтованих на досягнення середньогалузевих результатів у фінансовій діяльності за середніх рівнів фінансових ризиків. За такого типу фінансової політики підприємство, не уникаючи фінансових ризиків, водночас не проводить фінансові операції з надмірно високим рівнем ризиків навіть при очікуваному високому фінансовому результаті. Цей тип політики відповідає Стратегії фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства і пов'язаний зі стратегічною позицією «Стабільність і загрози».

Консервативний тип фінансової політики підприємства характеризує стиль і методи прийняття управлінських рішень, орієнтованих на мінімізацію фінансових ризиків. Забезпечуючи достатній рівень фінансової безпеки підприємства, такий тип фінансової політики не може забезпечити досить високих кінцевих результатів його фінансової діяльності. Цей тип політики відповідає Антикризисової фінансової стратегії підприємства і стратегічній фінансовій позиції «Слабкість і загрози».

Оцінювання розробленої фінансової стратегії є заключним етапом формування фінансової стратегії підприємства і включає оцінку параметрів за таким позиціями:

— узгодженість фінансової стратегії підприємства з загальною стратегією його розвитку;

- узгодженість фінансової стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього фінансового середовища;
- узгодженість фінансової стратегії зі стратегічною позицією підприємства у фінансовому середовищі;
- узгодженість фінансової стратегії підприємства з його внутрішнім фінансовим потенціалом;
- внутрішня збалансованість фінансової стратегії;
- економічна ефективність реалізації фінансової стратегії реалізація фінансової стратегії;
- прийнятність рівня ризиків, пов'язаних із реалізацією фінансової стратегії;
- можливість реалізації фінансової стратегії та її результативність.

Оцінювання результативності фінансової стратегії може бути базуватись на прогнозованих розрахунках різних фінансових індикаторів і показників. Поряд з цим можуть бути оцінені і нефінансові результати реалізації розробленої стратегії — зростання ділової репутації підприємства; підвищення його кредитного рейтингу чи довіри підвищення рівня управління фінансовою діяльністю його структурних підрозділів.

Для визначення потенціалу ефективності використання фінансових ресурсів також аналізується рівень якості управління фінансовою діяльністю підприємства, що визначається рівнем фахової кваліфікації фінансових менеджерів підприємства, використання сучасних програмних продуктів бухгалтерського та управлінського обліку, запровадження інформаційних технологій на підприємстві.

Управління реалізацією фінансової стратегії підприємства, її моніторинг і контроль виконання. Процес управління реалізацією фінансової стратегії, моніторингу і контролю її виконання спрямований на досягнення тих цілей КРІ, які були заплановані в ЗСП.

Управління реалізацією фінансової стратегії, моніторинг і контроль за її виконанням передбачають вимір КРІ у ЗСП на кожному етапі реалізації фінансової стратегії підприємства, налагодження діагностики змін фінансового середовища запровадження фінансової стратегії, запровадження контролінгу реалізації фінансової стратегії, внесення за необхідності певних коректив у заходи і заплановані КРІ впровадження фінансової стратегії.

Серед системи заходів із забезпечення реалізації фінансової стратегії підприємства позитивно зарекомендували себе на практиці такі:

1) формування на підприємстві *центрів фінансової відповідальності*, якими є структурні підрозділи підприємства, що повністю контролюють ті чи ті напрями фінансово-господарської діяльності, а їх керівники несуть відповідальність перед вищим керівництвом за реалізацію поставлених цілей і дотримання рівня витрат у межах доведених лімітів. Основна мета створення центрів фінансової відповідальності — контроль за витратами, доходами, прибутками і рентабельністю інвестованого капіталу. На підприємствах можуть бути такі центри фінансової відповідальності: центр витрат, центр доходів, центр прибутку; центр інвестицій та ін.;

2) *розроблення системи стимулювання працівників* за їх внесок у підвищення ефективності фінансової діяльності підприємства;

3) одним із поширених інструментів системи формування і реалізації фінансової стратегії розвитку підприємства є бізнес-план, який є одним з управлінських механізмів реалізації стратегії розвитку підприємства.

Бізнес-план — це документ, який дає змогу визначити слабкі сторони стратегічного плану, спланувати дії функціональних підрозділів підприємства і забезпечити їх взаємозв'язок, оцінити технічні, ресурсні і фінансові можливості, ефективність вибраного напрямку дії, забезпечити гнучкість, мобільність і швидку реакцію на необхідні зміни. Фінансова стратегія формалізована у вигляді окремого підрозділу бізнес-плану інвестиційного, інноваційного проекту як фінансовий план проекту;

4) одним із найпоширеніших інструментів реалізації стратегії є *розробка і впровадження Збалансованої системи показників*, яка розглядається як оцінна система стратегічного управління розвитком підприємства. ЗСП забезпечує реалізацію фінансової стратегії в контексті стратегії розвитку підприємства шляхом її трансформації в конкретні цілі, ключові показники ефективності (КПІ), нормативи та ініціативи.

Реалізацію фінансової стратегії варто вважати успішно завершеною, якщо досягнуті всі стратегічні цілі по кожному із напрямів фінансової діяльності підприємства, поліпшено стратегічну позицію підприємства у фінансовому середовищі, забезпечено фінансовими ресурсами стратегію розвитку підприємства за кожною домінантною сферою у ЗСП і досягнуті заплановані КПІ фінансового розвитку підприємства.

11.4. БЮДЖЕТУВАННЯ В УПРАВЛІННІ ПІДПРИЄМСТВОМ

Створення сучасної системи управління фінансами передбачає розробку ієрархічної системи оперативних фінансових планів (бюджетів) підприємства і контроль за їх виконанням.

Бюджет — це план, узгоджений за напрямами (реалізація, виробництво, джерела фінансування і фінансові результати) і підрозділами (відділами), в якому фіксуються і/або балансуються доходи і витрати, надходження і виплати, приріст активів і капіталу, офіційно затверджений керівником, на визначений період і доводиться до виконання менеджерам усіх рівнів управління.

У загальноприйнятому розумінні бюджет — це план підприємства на певний період часу, виражений у кількісних показниках, переважно фінансових, який є офіційним представленням політики, цілей, завдань підприємства.

Бюджетування — це процес планування майбутніх операцій підприємства та оформлення його результатів у вигляді системи бюджетів.

Мета бюджетування — забезпечення найприбутковішого ведення фінансово-господарської діяльності за рахунок ефективного використання всіх ресурсів підприємства. На відміну від фінансового планування, призначенням якого є визначення шляхів і засобів досягнення поставлених цілей у довго-

середньостроковій перспективі, бюджетування спрямоване на деталізацію, фіксацію і координацію показників діяльності суб'єктів господарювання у короткостроковому періоді: рік — квартал — місяць. У зв'язку з цим у бюджетах відображаються як вартісні, так і натуральні, фізичні показники діяльності підприємства.

У межах загального фінансового управління роль бюджетування полягає у такому:

- визначення потреби у фінансових ресурсах підрозділів підприємства, необхідних для досягнення запланованих показників;
- моніторинг цільового використання ресурсів відповідно до визначених нормативів;
- оцінка ефективності діяльності окремих структурних підрозділів підприємства.

Бюджетування дає змогу управляти фінансами як окремого бізнесу, так і підприємства в цілому. Бюджетування є основою для прийняття рішень про рівень фінансування, покликане здійснювати постійний контроль за фінансовим станом підприємства і забезпечувати керівництво інформацією про правильність обраних дій, вказує на потребу оперативного чи стратегічного коригування діяльності. Система бюджетування дає можливість забезпечити жорсткий поточний і оперативний контроль за надходженням і витрачанням коштів, створити реальну основу для розробки ефективної фінансової стратегії підприємства.

Послідовність побудови системи бюджетування може виглядати так.

1. Розробка системи річних бюджетів підприємства, визначення планових показників і цілей на майбутній період.
2. Аналіз ризиків негативного розвитку подій і розробка комплексу заходів зі зниження ризиків.
3. Розробка системи місячних бюджетів підприємства для деталізації та уточнення річних планів.
4. Запровадження системи контролю виконання річних і місячних бюджетів та управління за відхиленнями, визначення механізму коригування планових показників.
5. Затвердження системи мотивації працівників, спрямованої на виконання бюджетів і досягнення цільових показників.

Принциповим положенням є те, що процес бюджетування проходить у зворотному від реальних бізнес-процесів напрямі. Якщо будь-який бізнес починається з постачання і закінчується продажем, то бюджетне планування слід починати саме з продажів, а вже потім переходити до виробництва і закінчувати поставками сировини і матеріалів. Поряд з цим необхідно скласти бюджети всіх центрів фінансової відповідальності і звести підсумкові дані до єдиної системи.

Бюджети дають можливість визначити найкращі для подальшого розвитку діяльності напрями структурної перебудови підприємства (згорання одних і розвиток інших видів бізнесу), що є основою для прийняття рішень про рівень фінансування діяльності із внутрішніх чи зовнішніх джерел.

Бюджети класифікують за рядом ознак як показано у табл. 11.11.

Таблиця 11.11

КЛАСИФІКАЦІЯ БЮДЖЕТІВ ПІДПРИЄМСТВА

1. За сферами діяльності		
Операційний бюджет включає доходи, витрати операційної діяльності	Інвестиційний бюджет охоплює лише доходи і витрати від інвестиційної діяльності	Фінансовий бюджет включає доходи і витрати лише від фінансової діяльності
2. За способом побудови системи бюджетування		
Бюджети центрів фінансової відповідальності підрозділів підприємства	Бюджети технологічних процесів визначають носії витрат і джерела отримання доходів за технологічними процесами	
3. Залежно від тривалості періоду		
Короткострокове бюджетування		Довгострокове бюджетування
Оперативний бюджет розробляється на 1 місяць	Поточний бюджет розробляється на 1 рік	Тактичний бюджет розробляється на період від 5 до 10 років
4. За підходом до складання бюджетів		
Фіксовані бюджети відображають показники діяльності, на які майже не впливає зміна факторів зовнішнього і внутрішнього середовищ. Наприклад бюджет адміністративних витрат, витрат на проведення маркетингових досліджень	Гнучкі бюджети відображають показники діяльності, які перебувають під впливом зміни факторів зовнішнього і внутрішнього середовищ. Так, витрати і доходи підприємства перебувають у взаємозв'язку з масштабами діяльності підприємства	Змішані бюджети формує за умов, коли використовують принципи як фіксованого, так і гнучкого бюджетування
5. За рівнем ієрархії		
Бюджет вищого рівня зведений бюджет і зведені основні бюджети		Бюджет першого рівня зведений бюджет окремого бізнес об'єкта; включає: бюджет доходів і витрат, бюджет активів і пасивів, бюджет руху грошових коштів
6. За методом (прийомом) складання бюджетів		
Бюджет «від досягнутого» формується на основі показників господарської діяльності за минулий рік з урахуванням зміни обсягів діяльності	Бюджет «з нуля» формується вперше	Бюджет з опрацюванням додаткових варіантів розробляють, використовуючи моделювання показників у майбутньому періоді
7. За технологією планування бюджетних показників		
Бюджет «згори вниз» значення показників діяльності доводяться менеджерам нижчої ланки від вищої	Бюджет «знизу вгору» показники діяльності доводяться від менеджерів низової ланки до менеджерів вищої ланки	Бюджет «знизу вгору з лімітами» значення показників доводяться від менеджерів вищої ланки до менеджерів низової ланки, які їх коригують згідно з потенційними можливостями і подають менеджерам вищої ланки. Керівники вищого рівня встановлюють ліміти (мінімальні значення статей витрат і максимальні значення щодо величини статей доходів бюджетів

Всі складові бюджетування тісно пов'язані між собою і формують відповідну інфраструктуру системи бюджетування, що складається з двох підсистем:

- бюджетного планування діяльності структурних підрозділів підприємства;
- зведеного (комплексного) бюджетного планування діяльності підприємства.

Ці підсистеми спрямовані на управління фінансами на різних рівнях, тому включають процес формування бюджетів на рівні підприємства і структурних підрозділів, погодження і затвердження їх, відповідальність за виконання.

Впровадження принципів бюджетного планування діяльності структурних підрозділів і підприємства в цілому є необхідним для забезпечення економії фінансових ресурсів, скорочення невиробничих витрат, щоквартального коригування планів і кошторисів, більшої гнучкості у фінансовому управлінні.

Організація бюджетного планування діяльності структурних підрозділів підприємства передбачає розробку наскрізної системи бюджетів на підприємстві.

Бюджети, які входять до бюджетної системи підприємства, поділяють за певними рівнями (рис.11.6).

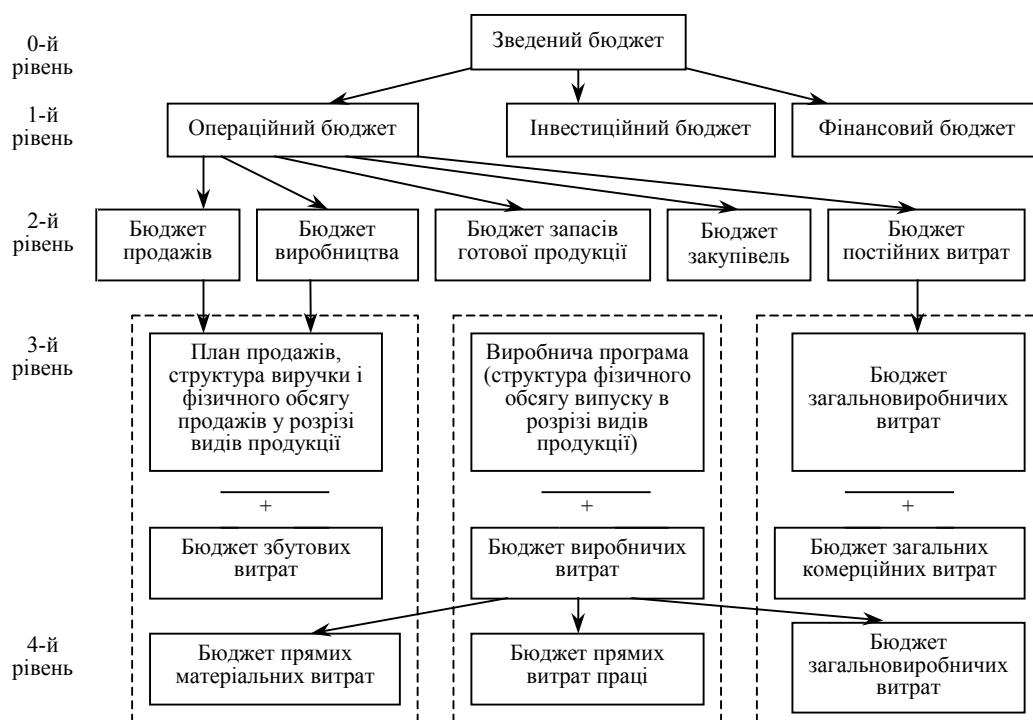


Рис. 11.6. Ієрархічна структура зведеного бюджету підприємства

Зведений бюджет об'єднує три бюджети першого рівня — операційний, інвестиційний і фінансовий. Операційний бюджет складається з ряду бюджетів другого рівня, які поділяються на бюджети третього рівня. Останні можуть розкладатись на бюджети четвертого рівня і т. д. залежно від масштабів і різноманіття господарських операцій підприємства. Наприклад, бюджет виробничих витрат є бюджетом третього рівня та складовою бюджету виробництва, а

бюджет прямих матеріальних витрат — бюджетом четвертого рівня, що входить до складу бюджету виробничих витрат.

Таким чином, для зведеного бюджету підприємства характерна багатоступінчаста ієрархічна структура, кожний вид бюджетів різних рівнів відіграє чітку роль у технології складання зведеного бюджету підприємства.

Операційний бюджет — це система бюджетів, які визначають операції поточної діяльності підприємства у бюджетному періоді. У процесі підготовки операційного бюджету прогнозовані обсяги продажу і виробництва трансформуються в кількісні оцінки доходів і витрат для кожного підрозділу підприємства.

Об'єктом розгляду та управління операційного бюджету є фінансовий цикл підприємства. Метою розробки і виконання — планування надходження і використання всіх оборотних засобів і короткострокових зобов'язань як визначального фактора стану поточної платоспроможності підприємства. Операційний бюджет взаємопов'язаний з інвестиційним і фінансовим бюджетами (рис. 11.7).

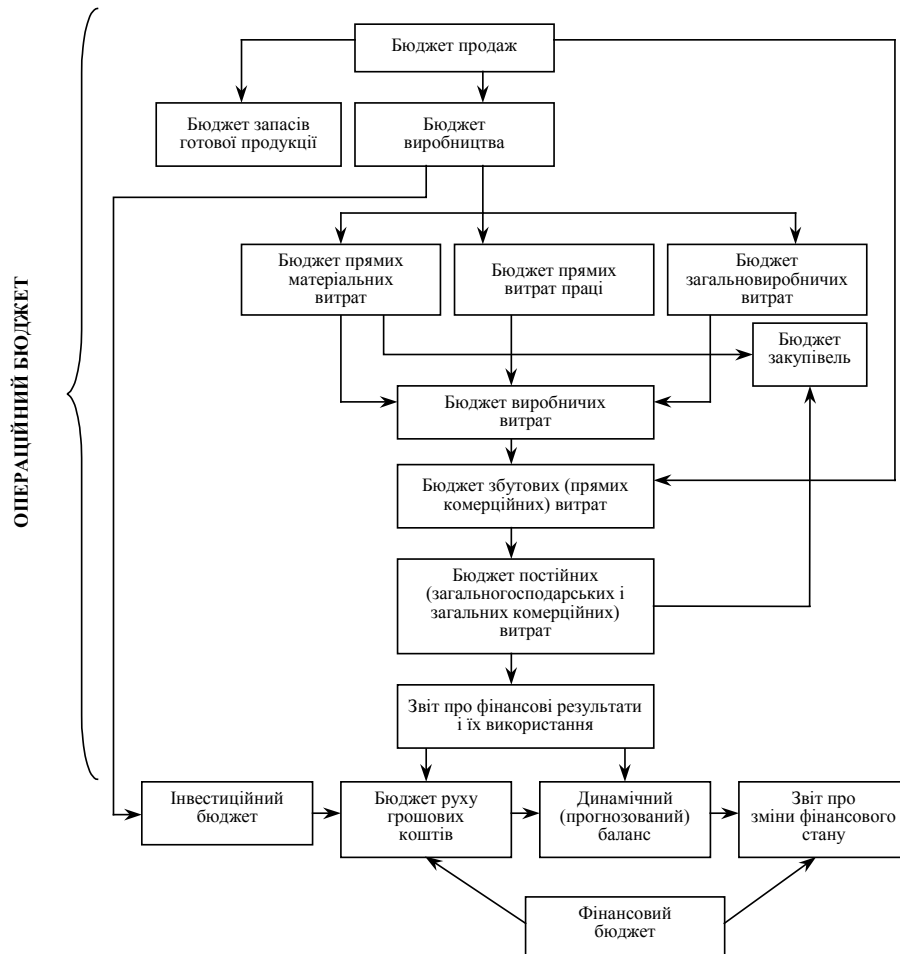


Рис. 11.7. Блок-схема зведеного операційного бюджету підприємства

Склад (кількість) операційних бюджетів і їх формат (структура статей у бюджеті) визначаються підприємствами самостійно з урахуванням розмірів підприємства, видів економічної діяльності.

Операційний бюджет як підсистема зведеного бюджету включає до свого складу бюджету нижчого рівня: бюджет продаж, бюджет виробництва, бюджет запасів готової продукції, бюджет виробничих витрат, бюджет збутових витрат, бюджет загальногосподарських і загальнокомерційних витрат і бюджет закупівель.

Визначальне місце в структурі операційного бюджету належить *бюджету продаж продукції*. Параметри бюджету продаж визначають широкий спектр показників усіх інших складових операційного бюджету, які виконують функцію забезпечення реалізації завдань бюджету продаж. Це означає, що діяльність усіх служб, підрозділів підприємства орієнтована на виконання вимог ринку до якісних і вартісних показників виготовлення продукції і доведення її до споживачів.

Приклад 11.2. Приватне підприємство «Екоберег» склало бюджет продаж основного виду продукції на перше півріччя наступного року у помісячному розрізі (од.): I — 18000; II — 32000; III — 48000; IV — 38000; V — 44000; VI — 40000.

Запаси готової продукції на складі плануються і підтримуються у розмірі 25 % обсягу реалізації наступного місяця, а сировини — 20 % потреби наступного місяця. Норматив витрачання сировини на одиницю продукції — 10 кг, нормативна ціна сировини 5 грн за 1 кг, собівартість готової продукції — 250 грн за од.

Необхідно скласти бюджети:

- виробництва продукції;
- потреби в основній сировині та вартості матеріальних витрат на виробництво;
- придбання сировини;
- вартості запасів готової продукції та сировини на початок і кінець першого кварталу.

Розв'язок:

Таблиця 11.12

БЮДЖЕТИ ВИРОБНИЦТВА, ВИТРАЧАННЯ ТА ПРИДБАННЯ СИРОВИНИ ПП «ЕКОБЕРЕГ»

Показник	Місяць					
	I	II	III	IV	V	VI
Бюджет виробництва						
Бюджет продажів, од.	18000	32000	48000	38000	44000	40000
Запаси готової продукції:						
- на початок місяця (-)	4500	8000	12000	9500	11000	
- на кінець місяця (+)	8000	12000	9500	11000	10000	10000
Бюджет виробництва, од.	21500	36000	45500	39500	43000	
Бюджет витрачання сировини						
Бюджет виробництва, од.	21500	36000	45500	39500	43000	
Потреба в сировині (10 кг на од.), кг	215000	360000	455000	395000	430000	
Вартість витрат сировини (5 грн за 1 кг), грн	1075000	1800000	2275000	1975000	2150000	

Закінчення табл. 11.12

Показник	Місяць					
	I	II	III	IV	V	VI
Бюджет придбання сировини						
Потреба в сировині, кг	215000	360000	455000	395000	430000	
Запаси сировини, кг:						
- на початок місяця (-)	43000	72000	91000	79000		
- на кінець місяця (+)	72000	91000	79000	86000	86000	
Бюджет придбання сировини, кг	244000	379000	443000	402000		
Витрати на придбання сировини (по 5 грн за 1 кг)	1220000	1895000	2215000	2010000		

Таблиця 11.13

**ЗАЛИШКИ ЗАПАСІВ ПП «ЕКОБЕРЕГ» НА ПОЧАТОК ТА КІНЕЦЬ
ПЕРШОГО КВАРТАЛУ ПЛАНОВОГО ПЕРІОДУ**

Запаси	На початок I кварталу	На кінець I кварталу
Готова продукція	4500 од. × 250 грн = 1 125 000 грн	9500 од. × 250 грн = 2 375 000 грн
Сировина	43000 кг × 5 грн = 215 000 грн	79000 кг. × 5 грн = 395 000 грн
Разом, грн	1340000	2770000

Параметри складових операційного бюджету відносно обсягів діяльності, якісних характеристик продукції, обсягів і структури її виготовлення формують вимоги до параметрів інвестиційного бюджету, як забезпечуючої підсистеми операційного бюджету.

Інвестиційний бюджет являє собою систему заходів з оновлення технічної бази виробництва і приведення та підтримання її стану відповідно до вимог операційного бюджету.

Заключною складовою наскрізного бюджету підприємства є *фінансовий бюджет*, в якому визначаються потреби підприємства у фінансових ресурсах відповідно до обсягів операційної та інвестиційної діяльності протягом бюджетного періоду та можливі джерела їх надходження. Показники фінансового бюджету знаходять відображення у бюджеті доходів і витрат, у прогнозі потоку грошових засобів, у структурі прогнозованого балансу підприємства.

11.5. УПРАВЛІННЯ ВИКОНАННЯМ ФІНАНСОВИХ ПЛАНІВ

Управління підприємством здійснюється за такими основними взаємопов'язаними напрямками його діяльності: реалізація продукції (послуг); виробництво, тобто управління виробничими процесами; матеріально-технічне за-

безпечення, інноваційно-інвестиційна діяльність; управління персоналом; поточна і стратегічна діяльність підприємства. Кожний із цих напрямів діяльності підприємства потребує певного планування, а також управління виконанням цих планів, методологія якого є предметом функціонального менеджменту.

Водночас діяльність підприємства за цими напрямами залежить від їх забезпечення фінансовими ресурсами як для поточної діяльності підприємства, так і на перспективу стратегічного розвитку.

Це вимагає розроблення системи фінансових планів і планових (нормативних) показників щодо забезпечення необхідними фінансовими ресурсами як поточного функціонування підприємства (поточний і оперативні фінансові плани), так і розвитку підприємства (стратегічний фінансовий план) разом із заходами з підвищення ефективності фінансової діяльності підприємства в очікуваному періоді.

Звідси випливає завдання управління виконанням фінансових планів, що має бути пов'язано з плануванням функціонування підприємства за основними напрямами його діяльності.

Управління виконанням фінансових планів (далі — УВФП) є складовою системи об'єктів управління підприємством і здійснюється на основі зафіксованих у фінансових планах показників, які мають відображати забезпечення підприємства необхідними фінансовими ресурсами для підтримання ефективності його діяльності у плановому періоді та на перспективу, що передбачає організацію моніторингу їх значень за певний період, аналіз відхилень цих значень від запланованих, а також побудові трендів їх змін на перспективу.

Тут **моніторинг** (від лат. *monitor* — надглядаючий) — це безупинне спостереження за певними характеристиками визначеного об'єкта в їх динаміці, аналіз і контроль діяльності об'єкта, що є водночас елементом управління ними. Тобто у широкому розумінні моніторинг виступає функцією управління. При цьому слід звернути увагу на розширення функцій і завдань систем моніторингу, коли на нього покладаються інформаційно-аналітичні функції, обробка інформації, наукове супроводження, спрямовані на формування інформаційної бази для вдосконалення механізму управління

УВФП має здійснюватися у форматі загального управлінського циклу: планування, організація, контроль, мотивація, розробка і прийняття управлінських рішень — у системі стратегічного та оперативного управління на підприємстві для забезпечення цілеспрямованого його функціонування і розвитку.

Методологія УВФП інтегрована з методологією функціонального менеджменту, стратегічного менеджменту, водночас особливості об'єкта управління (фінансові плани) потребують залучення методології фінансового менеджменту.

УВФП також має бути узгоджено з виробничим, управлінським і фінансовим обліком, програмно-цільовим плануванням, а також з запровадженням проектно-орієнтованих підходів.

Інформаційну базу УВФП складають показники виробничого, управлінського та фінансового обліку, а також податкового обліку та база інформаційно-аналітичного забезпечення.

Для організації УВФП мають бути виконані на підприємстві такі основні завдання:

1. Налагоджено систему обліку та обробки облікової інформації:
 - розроблено систему внутрішнього обліку;
 - уніфіковані методи і критерії оцінки діяльності підприємства і його підрозділів, а також зміст запитів даних для планування.
 2. Сформовано систему планування та центрів фінансової відповідальності:
 - забезпечено інформаційну підтримку за розробки фінансових і функціональних планів (закупівель, продаж, інвестицій, виробництва) і координацію процесів обміну інформацією;
 - забезпечено координацію і агрегування окремих планів за часом і змістом;
 - верифікація пропозицій до фінансових планів на повноту та спроможність до реалізації;
 - складання зведених фінансових планів (поточного, оперативного, стратегічного).
 3. Розроблений Порядок моніторингу, контролю, регулювання показників фінансових планів:
 - визначення показників, які підлягають контролю і його період;
 - порівняння запланованих і фактичних фінансових показників, оцінка ступеня досягнення встановлених цілей;
 - визначення та аналіз відхилень запланованих фінансових показників від фактичних;
 - порядок розроблення пропозицій щодо зменшення відхилень.
 4. Інформаційно-аналітичне забезпечення:
 - автоматизований збір та аналіз даних для формування фінансових планів;
 - збір та аналіз даних про зовнішнє середовище: ринок капіталів, ринкова кон'юнктура продукції підприємства, програми закупівель, державні програми;
 - бенчмаркінг конкурентів підприємства;
 - розрахунок ефективності пропозицій інноваційно-інвестиційних проектів.
 - маркетинг закупівель і продаж.
- Разом з тим обсяг функцій і зміст УВФП залежить від таких факторів:
- масштабу підприємства (обсяг виробництва, чисельність працюючих);
 - економічного стану підприємства;
 - компетентностей керівництва і персоналу фінансово-економічних підрозділів підприємства.

УВФП як технологія управління фінансовою діяльністю підприємства включає послідовність таких дій.

1. *Встановлення цілей і визначення планових (цільових) значень показників та індикаторів, а також ключових показників ефективності фінансової діяльності підприємства з відображенням досягнення цих цілей у системі показників та індикаторів фінансових планів для моніторингу їх досягнення здійснюється на етапі фінансового планування і з урахуванням фінансової стратегії та прийнятої економічної моделі діяльності підприємства, особливостей його виробничої діяльності.*

Досягнення цілей діяльності підприємства можна лише за умов виконання завдань фінансового планування щодо:

- забезпечення виробничої та інвестиційної діяльності необхідними фінансовими ресурсами;
- установа раціональних взаємовідносин із постачальниками, споживачами, банками, страховими компаніями та іншими інституціями фінансових ринків;
- визначення джерел та умов фінансування, включаючи власний капітал і залучені грошові кошти.
- обґрунтування напрямів вкладення капіталу та оцінювання раціональності його використання;
- виявлення резервів зростання прибутковості підприємства;
- здійснення контролю за ефективністю використання фінансових ресурсів;
- своєчасних розрахунків із бюджетом і державними цільовими фондами.

Реалізуючи управлінські функції у процесі фінансового планування, економічні та фінансові служби підприємства мають здійснити:

- а) ідентифікацію фінансових цілей відповідно до напрямів діяльності підприємства;
- б) встановити рівень відповідності цих цілей поточному фінансовому стану підприємства;
- в) визначити послідовність дій, спрямованих на досягнення поставлених цілей.

Система фінансових цільових, ключових показників та індикаторів формується в контексті фінансової стратегії підприємства і полягає у прискоренні зростання доходів і темпів грошових надходжень, забезпечення зростання прибутку на вкладений капітал, виплат високих дивідендів, підвищення надійності облігацій і зростання ціни акцій, забезпечення стабільного доходу в періоди економічних спадів і стійкого фінансового стану підприємства, а також забезпечення фінансовими ресурсами інноваційного розвитку підприємства для утвердження його конкурентоспроможності на поточний момент і перспективу та ін.

Низка зазначених показників допускають кількісний вимір, і результати їх досягнення також виражаються у чисельних даних або у процентах.

Якісні показники підприємства можуть виявлятися через інші кількісні показники як фактори їх змін. Наприклад, підвищення якості продукції підприємства впливає на обсяг її продаж. Якісні показники часто виражаються у місії підприємства. Вибір фінансових показників має дозволяти їх вимір при моніторингу і вони мають забезпечити релевантність УВФП.

При формуванні системи показників слід урахувати:

- кількість показників має бути раціонально обмеженою;
- система показників має містити дані про підприємство в цілому і в розрізі його структурних підрозділів у динаміці і на перспективу.

Загальну схему встановлення відображення у фінансових планах системи планових фінансових показників, їх моніторингу, аналізу та коригування показано на рис. 11.8.

За виконанням затверджених фінансових планів постійно здійснюється контроль на підприємстві і на основі відхилень від них приймають управлінські рішення. У цьому полягає значущість в УВФП інструментарію контролю.

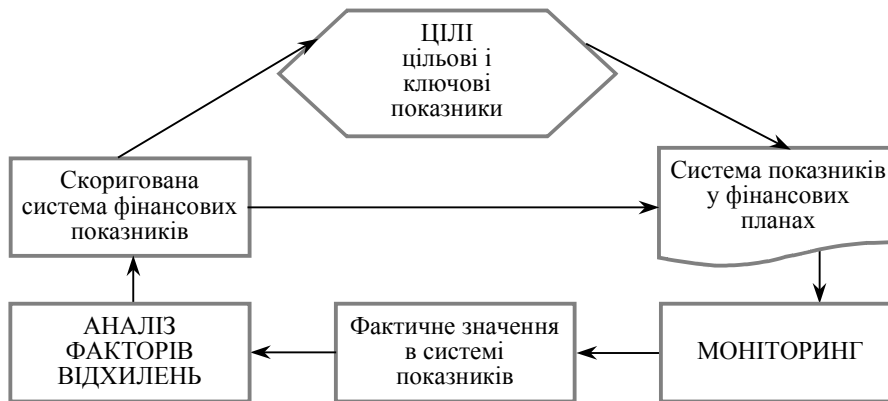


Рис. 11.8. Загальна схема встановлення, відображення у фінансових планах, аналізу і коригування системи цільових і ключових фінансових показників

2. Регулярний з встановленим періодом контроль (вимірювання) досягнутих значень (фактичних значень) фінансових показників для забезпечення їх моніторингу.

Ефективність контролю в УВФП включає насамперед правильний вибір менеджерами методів контролю, які дають можливість аналізувати повноту надходжень доходів та обґрунтованість витрат відповідно до встановленої періодичності, яка залежить від конкретних умов функціонування підприємства та ролі кожного з фінансових планів (поточного, оперативного, стратегічного) в управлінні підприємством. Так, план руху грошових коштів доцільно контролювати щотижня, тоді як план продаж — щомісячно, а план (бюджет) адміністративних витрат — щоквартально.

Методи контролю виконання позицій фінансових планів мають бути такими, які нескладно застосувати на всіх рівнях управління підприємством.

Основними елементами системи контролю є:

об'єкт контролю — зведений фінансовий план і функціональні плани центрів фінансової відповідальності та структурних підрозділів;

предмет контролю — характеристики стану виконання планів за його позиціями і ключові показники фінансової стратегії;

суб'єкти контролю — фінансові та економічні підрозділи, структурні підрозділи підприємства, центри фінансової відповідальності, що здійснюють контроль за дотриманням встановлених ним запланованих показників;

технологія контролю фінансових планів — здійснення процедур, необхідних для виявлення відхилень фактичних даних від запланованих.

Контроль здійснюється на підставі даних фінансового, управлінського обліку і податкової звітності.

Відхилення між цільовими і запланованими показниками і досягнутими показниками показують, наскільки досягнуто цілі фінансової стратегії підприємства, виконання фінансових планів.

Міру досягнення цілі за кожним показником можна визначити за формулою:

$$\text{МДЦ} = (\text{П}_{\text{дос}} - \text{П}_{\text{запл}}) / (\text{П}_{\text{ціл}} - \text{П}_{\text{запл}}),$$

де МДЦ — цільове значення показника; $\text{П}_{\text{дос}}$ — досягнуте (фактичне) значення показника; $\text{П}_{\text{запл}}$ — заплановане значення показника.

Кількісні значення запланованих і досягнутих фінансових, ключових показників та індикаторів, представляють у таблиці для подальшого аналізу їх відхилень, приклад — табл. 11.14 (позиції виконання фінансового плану мають бути розкриті і деталізовані за усіма позиціями, як за позицією 1).

Таблиця 11.14

ВИКОНАННЯ ФІНАНСОВОГО ПЛАНУ ПІДПРИЄМСТВА ПЕРІОДУ
(Аналіз досягнення цільових і запланованих показників)

№ з/п	Показник	Одиниця виміру	Цільове значення	Заплановане значення	Досягнуте значення за період	Відхилення = цільове – заплановане	Відхилення заплановане – досягнуте	Рівень досягнення цільового значення, %
1	1. План доходів і витрат: 1.1. Доходи від реалізації продукції 1.2. Доходи від операційної діяльності 1.3. Доходи від фінансової та інвестиційної діяльності 1.4. Виробничі витрати (собівартість продукції) 1.5. Адміністративні витрати 1.6. Інші операційні витрати 1.7. Витрати на фінансову та інвестиційну діяльність 1.8. Розрахунки з бюджетом та цільовими фондами	тис. грн						
2	План надходжень і витрачання грошових ресурсів	тис. грн						
3	Плановий баланс активів і пасивів	тис. грн						
4	Прибуток	тис. грн						
5	Обсяг обігових коштів	тис. грн						
6	Обсяг інвестицій	тис. грн						
7	Обсяг продаж	тис. грн						

Закінчення табл. 11.14

№ з/п	Показник	Одиниця виміру	Цільове значення	Заплановане значення	Досягнуте значення за період	Відхилення = цільове – заплановане	Відхилення заплановане – досягнуте	Рівень досягнення цільового значення, %
8.	Фінансовий результат	тис. грн						
	План виробництва							
9	Замовлення на вироби	од. тис. грн						
10	Частка ринку	%, тис. грн						
11	Закупівлі сировини і матеріалів	тис. грн						
12	Інші позиції							

3. Аналіз і виявлення причин відхилень фактичних значень фінансових показників від їх запланованих значень представлено на рис. 11.9 і включає:

— аналіз повноти надходжень доходів та обґрунтованості витрат щодо ресурсного забезпечення реалізації фінансової стратегії або її напряму у предметній сфері діяльності ЦФВ;

— висновки про виконання зведеного та функціональних бюджетів;

— порівняння запланованих, досягнутих показників з нормативними і з показниками конкурентів;

— виявлення факторів відхилень між запланованими і досягнутими показниками;

— визначення залежності між відхиленнями і кінцевими результатами діяльності підприємства;

— виявлення вузьких і слабих місць у виробничому циклі;

— оперативне проведення аналізу відхилень фактичних значень зведеного фінансового плану від затверджених (у тому числі проведення аналізу за відхиленнями функціональних планів);

— розробка заходів з ліквідації невиробничих витрат і врахування факторів, виявлених у процесі аналізу, що призводять до зростання витрат;

— узагальнення і подання керівництву підприємства, аналітичних матеріалів з виконання зведеного фінансового плану і функціональних планів структурних підрозділів для оперативного коригування цих планів;

— оперативне проведення аналізу відхилень фактичних значень зведеного фінансового плану від затверджених (у тому числі проведення аналізу за відхиленнями функціональних планів);

- розроблення заходів з ліквідації невиробничих витрат і врахування факторів, виявлених у процесі аналізу, що призводять до зростання витрат;
- узагальнення і подання керівництву підприємства, аналітичних матеріалів з виконання зведеного фінансового плану і функціональних планів структурних підрозділів для оперативного коригування цих планів.

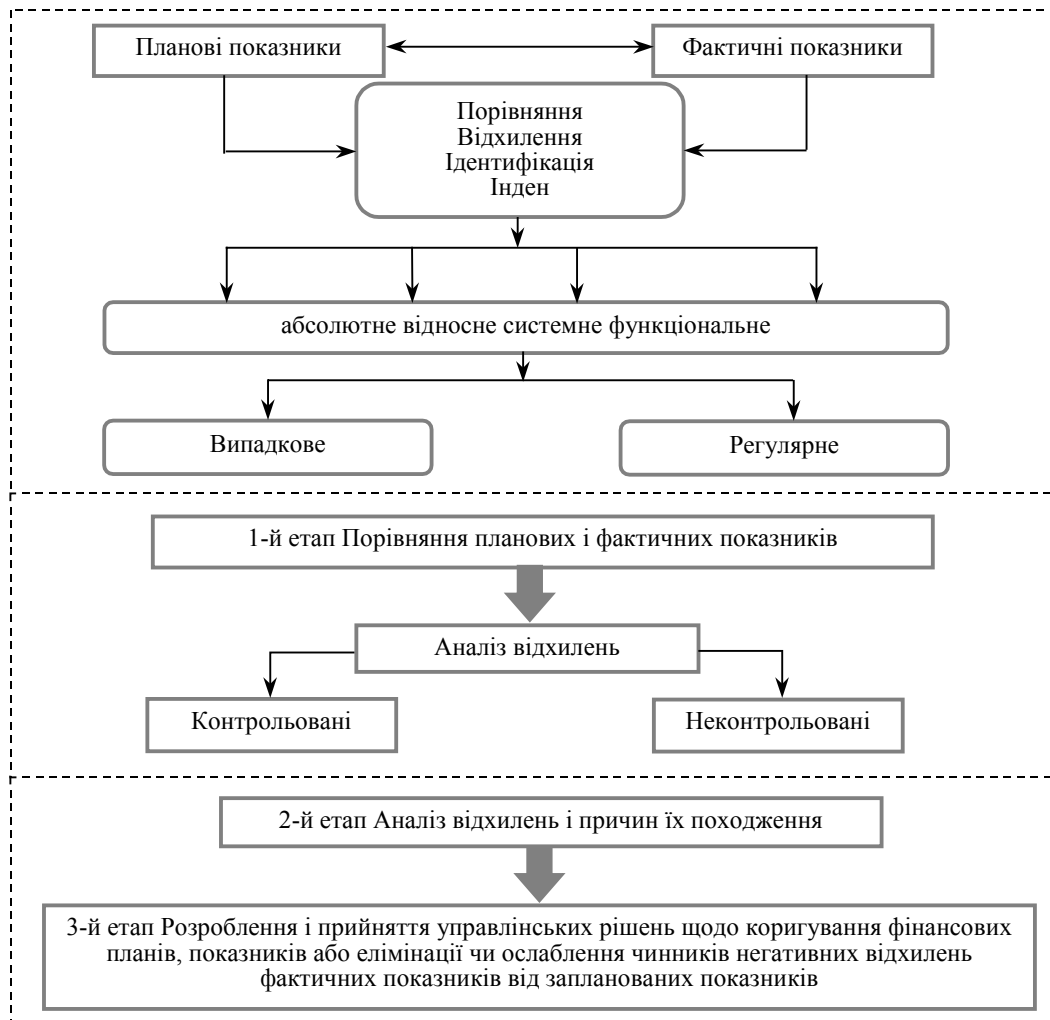


Рис. 11.9. Схема аналізу відхилень запланованих показників від досягнутих (фактичних)

Для аналізу причин виникнення відхилень застосовуються системний аналіз; порівняльний аналіз; кластерний аналіз, який дозволяє об'єднати окремі позиції фінансового плану в групу (кластер) за певними ознаками, порівнювати ці групи і виявляти найвпливовіші; факторний аналіз для визначення факторів, що

вплинули на відхилення; аналіз трендів відхилень дозволяє виявити тенденцію змін відхилень у динаміці, що важливо для прогнозування цих змін.

Завдання УВФП — управління відхиленнями фактичних показників від запланованих показників є встановлення обмежувальних факторів для підприємства у конкретній ситуації та врахування їх впливу в подальшому.

Причини відхилень поділяють на управляючі (як правило, внутрішні), так і неуправляючі (як правило, зовнішні), на які менеджмент підприємства не може впливати. Водночас в аналізі відхилень слід ураховувати як управляючі, так і неуправляючі фактори обмежень.

Більшість підприємств складають фінансові плани з урахуванням об'єктивних обмежувальних факторів, які безпосередньо або опосередковано стримують діяльність кожного підприємства.

Найвагомішими обмежувальними факторами щодо виконання фінансового плану і які гальмують розвиток підприємства можуть бути:

- мета і напрями діяльності, які визначені статутом підприємства і обмежують діапазон його діяльності;
- недостатній розмір коштів у підприємства для інвестування;
- нерегулярність надходжень сировини, комплектуючих виробів від постачальників тощо;
- недостатнє забезпечення підприємства фахівцями та досвідченим персоналом;
- низький рівень забезпечення підприємства необоротними активами;
- недостатній обсяг довгострокового кредитування підприємства;
- відсутність альтернативних місць розташування і розвитку;
- недостатнє володіння інформацією щодо ситуації на нових ринках;
- недоброчесна поведінка конкурентів, що обмежує перехід підприємства до ринку або діяльність на ньому;
- монопольний ринок з домінантою одного або двох великих і впливових конкурентів;
- наявність квот на імпорт і експорт товару;
- інше.

Серед типових обмежувальних факторів, що мають об'єктивний характер і впливають на виконання фінансових планів, необхідно диференціювати вплив зовнішніх і внутрішніх факторів і визначити джерела інформації, оскільки вони по-різному впливають на окремі фінансові плани.

Зовнішні фактори першочергово впливають на плани продажу, виробництва, капітальних інвестицій, бюджети підрозділів та ін. Тому менеджер має визначити вплив зовнішніх факторів на конкретний план, оскільки величина доходів і витрат значною мірою залежатимуть від них.

За визначеним переліком зовнішніх факторів необхідно оцінити покупців, постачальників, конкурентів, робочу силу, можливості населення, дію уряду, стан економіки та ін., вибрати ті з них, які матимуть значення для конкретних умов функціонування підприємства і впливають чи не впливають на конкретний план.

Аналогічно внутрішні фактори підприємства також можуть сприятливо чи несприятливо впливати на конкретний план. Серед внутрішніх факторів мене-

джері підрозділів фіксують насамперед такі, як потребу у забезпеченні певного рівня товарних запасів і бюджети підрозділів.

Щодо внутрішніх факторів впливу на виконання фінансових планів менеджером необхідно оцінити цілі підприємства, роль підрозділів підприємства, номенклатуру товарів і види послуг, ресурси. З метою урахування впливу цих факторів на виконання конкретного фінансового плану, з їх переліку менеджерам необхідно вибрати ті, що є суттєвими.

У процесі аналізу впливу на виконання фінансових планів зовнішніх і внутрішніх факторів, найхарактерніших для конкретного підприємства, менеджери з'ясовують необхідність у глибшому дослідженні того, що відбувається нині та в наступному періоді. Вірогідні прогнозовані фінансові плани можна скласти тільки за наявності необхідної інформації, в яких будуть враховані всі основні фактори.

Аналіз виконання фінансових планів має бути проведений і комплексом управляючих (контрольованих) і неуправляючих (неконтрольованих) факторів, а це фактори виробництва, економічного середовища, законодавчої та нормативно-правової бази, зміни яких впливають на фінансові показники. Кожний фактор чи група з комплексу цих факторів має бути оцінений за рівнем впливу на фінансові результати діяльності підприємства, а також врахований у коригуванні фінансових планів.

Для виробничого підприємства такий комплекс факторів за їх структурою може включати:

1) технологічні фактори: питомі витрати матеріалів та електроенергії на випуск одиниці продукції; працемісткість одиниці продукції; час технологічного циклу виробництва;

2) виробничі фактори: обсяг виробництва; обсяг замовлень на продукцію; темпи приросту продаж і обсягу виробництва; обсяг запасів готової продукції; обсяг запасів сировини і матеріалів; виробничі накладні витрати; адміністративні витрати;

3) економічні фактори: ціни на продукцію; ціни на матеріали, сировину, енергоресурси та ін.; ставки оплати за працю; рівень інфляції; кон'юнктура ринку;

4) фінансові фактори: відсоток за кредити; заборгованість дебіторів; ліміт на кредитування; гранична заборгованість кредиторам; час обігу грошових ресурсів;

5) фактори законодавства: формування бази оподаткування; ставки податків; митні збори; нормативи амортизації, квоти на експорт та ін.;

6) інше.

Оцінювання впливу управляючих факторів доцільно проводити шляхом аналізу чутливості. Для цього здійснюють моделювання змін показників управляючих факторів на певну величину (наприклад, 1–10 %) і визначають зміни (відхилення від запланованих значень) цільових фінансових показників.

Значна величина відхилення свідчить про великий потенціал впливу управляючого фактора, а знак відхилення (позитивний «+» чи негативний «-») показує напрям дії управляючого фактора. Найбільш суттєві фактори потребують першочергового аналізу, так як навіть незначні їх зміни можуть привести до значних покращень або погіршень фінансових показників.

Оцінювання дії управляючих і неуправляючих факторів у перспективі складають в основу побудови трендів змін показників стратегічного фінансового плану.

Інформацію для оцінювання відхилень від запланованих показників, впливу управляючих факторів на виконання фінансових планів подають у Звіті про виконання фінансового плану підприємства. За первинною документацією або за даними бухгалтерського обліку підприємства один раз на місяць або іншою періодичністю вивчають надходження доходів і обґрунтованість витрат і за результатами перевірки заповнюють у Звіті про виконання фінансового плану колонку фактичних доходів і витрат, які порівнюють з плановими і встановлюють відхилення. Незначні відхилення виконання фінансових планів регулюють на рівні підрозділів, тоді як інформацію про значні і потенційно небезпечні відхилення від запланованих показників фінансового плану необхідно доводити до керівництва підприємства або координатора програми (якщо вона є).

Звіт про виконання фінансового плану фіксує відхилення фактичних фінансових показників від запланованих у динаміці, що є вихідною інформацією для аналізу та відіграє значну роль в УВФП на підприємстві.

Реальність (обґрунтованість) фінансових планів визначається величиною відхилень фактичних значень від запланованих. Чим ближчі фактичні і бюджетні значення показників, тим вища реальність фінансового плану. Значні відхилення фактичних значень показників від запланованих свідчать про недосконале планування та неефективне використання ресурсів. Тому завдання як фінансових, так і не фінансових менеджерів — постійно переглядати фінансові та функціональні плани і за необхідності їх коригувати, з тим щоб зберегти за ними контрольну роль.

За умов, коли фінансовий план не відповідає вимогам реальності і перестає бути інструментом управління фінансовими ресурсами його необхідно змінити. Фінансовий план коригується, коли відбуваються суттєві зміни у послідовності виконання робіт, у витратах або у підприємства з'являються нові конкуренти. Доцільно також змінити всі фінансові плани, якщо прогнозований обсяг продажу продукції підприємства значною мірою відрізняється від фактичного.

На основі аналізу виконання фінансових планів виявляються напрями вдосконалення фінансового управління підприємством, поліпшення його фінансового стану.

4. За результатами аналізу відхилень приймаються рішення про коригування відхилень шляхом: коригування планових показників, розроблення заходів з елімінації або ослаблення дії чинників, які зумовлюють відхилення.

5. *Організація управління виконанням фінансових планів.*

Найбільш адаптованої до організації управління виконанням фінансових планів шляхом моніторингу досягнення запланованих фінансових показників організаційно є фінансова структура підприємства, яка включає фінансово-економічні підрозділи підприємства, підрозділ інформаційних технологій, а також комплекс центрів фінансової відповідальності.

Центр фінансової відповідальності (далі ЦФВ) — це структурний підрозділ підприємства, що має часткову господарську самостійність з використання ви-

ділених йому ресурсів, включаючи фінансові ресурси для виконання певного функціонального завдання підприємства.

Центр відповідальності очолюється керівником структурного підрозділу, який забезпечує виконання певної функції діяльності підприємства і на якого покладається відповідна відповідальність. Рівень фінансової відповідальності контролюється через виконання запланованого ЦФВ відповідного функціонального фінансового плану (бюджету).

На концептуальній основі УВФП доцільно здійснювати управління реалізацією фінансової стратегії, що організаційно покладається на фінансову структуру підприємства.

6. УВФП зазвичай здійснюється на основі створеної під ці задачі підприємства і запровадженої комплексної автоматизованої системи управління діяльністю підприємства (АСУДП), що дає можливість оперативно отримати інформацію про виконання фінансових і функціональних планів і вносити необхідні коригування в ці плани з метою підвищення ефективності оперативного управління ними, зокрема, фінансовими ресурсами підприємства для забезпечення як його стабільної поточної діяльності, так і розвитку.

7. Фактором УВФП є мотивація персоналу підприємства щодо виконання фінансових планів, забезпечення ефективності використання фінансових ресурсів, що досягається через дію економічних і неекономічних чинників. Економічні чинники пов'язані з формуванням у фінансових планах фондів матеріального заохочення. Некономічні чинники діють через формування у персоналу підприємства компетентності за її складовими: професійні знання та вміння, комунікативність та автономність і відповідальність за виконання функціонально-посадових обов'язків, а також дотримання корпоративної культури.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 11

Ефективне фінансове управління підприємством можливе за здійснення прогнозування і планування, тобто необхідно аналізувати, передбачати, приймати управлінські рішення і контролювати їх виконання.

Система фінансового планування слугує не стільки для створення формально зафіксованого плану, скільки для узгодження цілей підприємства, можливостей, що відкриваються перед ним на ринку і наявних у його розпорядженні ресурсів. Фінансовий план у процесі функціонування підприємства є документальною основою для визначення цільових орієнтирів здійснення фінансової діяльності в майбутньому та напрямів їх досягнення.

Метою розроблення фінансового плану підприємства є обґрунтування планового обсягу фінансових ресурсів, джерел їх формування і напрямів використання.

Розробка фінансового плану здійснюється в межах трьох систем: прогнозування, поточного та оперативного планування фінансової діяльності. Особливості кожного виду планів за тривалістю планового

періоду визначаються рівнем прогнозованості змін у зовнішньому та внутрішньому середовищах підприємства, який зростає у разі скорочення цього періоду.

Ці системи фінансового прогнозування і планування перебувають у взаємозв'язку і реалізуються в певній послідовності. Першим етапом планування є прогнозування основних напрямів і цільових параметрів фінансової діяльності шляхом розробки загальної фінансової стратегії підприємства, яка покликана визначити завдання і параметри поточного фінансового планування.

Поточне фінансове планування створює основу для розробки і доведення до безпосередніх виконавців оперативних фінансових планів, бюджетів з основних напрямів фінансової діяльності підприємства.

Оперативне фінансове планування базується на затверджених стратегічних позиціях. Оперативний фінансовий план має бути деталізованим, що є необхідним як для реалізації стратегічних і тактичних рішень, так і для забезпечення стабільної роботи всіх служб підприємства. Оперативне фінансове планування включає складання різних видів операційних і фінансових бюджетів на період менше від одного року, платіжного календаря та касового плану.

Фінансовий план підприємства розробляється з використанням таких методів: процента від реалізації, розрахунково-аналітичного, екстраполяції та інтерполяції, балансового, нормативного, оптимізацій планових рішень, економіко-математичного моделювання та ін.

Діючі сучасні системи фінансового планування спрямовані на забезпечення реального, стабільного зростання операційної діяльності і, на цій основі, досягнення високого рівня ефективності всієї господарської діяльності підприємства.

Управління виконанням фінансових планів є складовою системи об'єктів управління підприємством і здійснюється на основі зафіксованих у фінансових планах показників, які мають відображати забезпечення підприємства необхідними фінансовими ресурсами для підтримання ефективності його діяльності як у плановому періоді, так і на перспективу, що передбачає організацію моніторингу їх значень за певний період, аналіз відхилень цих значень від запланованих, а також побудові трендів їх змін на перспективу.

Питання для самоконтролю

- 1. Розкрийте зміст поняття «фінансова стратегія» і значущість фінансової стратегії для розвитку підприємства.*
- 2. Назвіть основні етапи розроблення фінансової стратегії.*
- 3. Перелічіть основні методи, які застосовують у фінансовому прогнозуванні.*
- 4. Які існують вимоги до методів планування під час розробки фінансових планів?*

5. Назвіть основні стратегічні завдання розробки фінансової політики підприємства.
6. Охарактеризуйте напрями розробки фінансової політики підприємства.
7. Що включає стратегічне фінансове планування?
8. Охарактеризуйте етапи процесу стратегічного управління фінансами.
9. Назвіть основні етапи розробки і реалізації фінансової стратегії підприємства.
10. Які методи застосовуються для аналізу фінансової діяльності підприємства.
11. Розкрийте зміст управління виконанням фінансових планів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Атамас П. Й. Управлінський облік: навч. посібник / П. Й. Атамас. — 2-ге вид. — К.: ЦУЛ, 2009. — 440 с.
2. Багацька К. В. Фінансове планування як складова фінансового механізму підприємств / К. В. Багацька // Удосконалення фінансового механізму системи АПК в умовах активізації глобалізаційних процесів: кол. монографія. — Львів: Магнолія 2006, 2015. — С. 23—40.
3. Ситник Г. В. Поточне фінансове планування в системі управління підприємством торгівлі [Електронний ресурс] / Г. В. Ситник // Економічний простір. — 2014. — № 83. — С. 218—233. — Режим доступу: <http://nbuv.gov.ua>
4. Каплан Р. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р. Каплан, Д. Нортон; [пер. с англ.]. — М.: Олимп-Бизнес, 2003.

АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

Вивчивши матеріал цього Розділу, ви ЗНАТИМЕТЕ:

- сутність антикризового фінансового управління підприємством;
- нормативно-правове забезпечення, методи, прийоми, інструменти антикризового управління фінансами підприємств;
- функції та повноваження суб'єктів антикризового фінансового управління;
- економічний зміст санаційної спроможності, методи та місце її оцінювання у прийнятті антикризових фінансових рішень на підприємстві;
- методичні підходи до фінансової діагностики, зміст сучасних вітчизняних методик оцінювання ймовірності дефолту підприємств;
- порядок складання плану санації;
- сутність фінансової санації та реструктуризації як специфічних напрямів антикризового управління підприємством;
- порядок провадження у справі про банкрутство;
- критерії оцінки ефективності антикризового фінансового управління підприємством.

Успішно засвоївши матеріал цього Розділу, ви ВМІТИМЕТЕ:

- користуватись нормативно-правовою базою з питань упровадження антикризових заходів та проведення санації на підприємстві;
- оцінювати ймовірність дефолту та санаційну спроможність підприємств;
- складати план санації підприємства;
- обирати форму реструктуризації підприємства;
- визначати ефективність антикризового фінансового управління на підприємстві.

Основні терміни та поняття

Антикризове управління фінансами підприємств

План санації

Діагностика банкрутства

Санація підприємства
Санація до порушення провадження у справі про банкрутство
Санаційна спроможність
Арбітражний керуючий
Керуючий санацією
Розпорядник майна
Ліквідатор
Реструктуризація підприємства
Реорганізація підприємства

12.1. СУТНІСТЬ І ДОМІНАНТИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

Необхідність оволодіння основами антикризового фінансового управління зумовлена тим, що в умовах ринкової економіки підприємства здійснюють свою фінансово-господарську діяльність, перебуваючи під постійним впливом несприятливих внутрішніх та зовнішніх чинників, які можуть призвести до фінансової кризи та банкрутства. Для нейтралізації кризових явищ підприємства переводяться на спеціальний режим антикризового управління із застосуванням **специфічних методів і прийомів управління фінансами**.

Антикризове фінансове управління підприємством слід розглядати в двох аспектах:

1) як комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи: системний аналіз сильних і слабких сторін підприємства, оцінювання ймовірності банкрутства, управління ризиками (виявлення, оцінювання та нейтралізація), упровадження системи попереджувальних заходів;

2) як систему управління фінансами, спрямовану на виведення підприємства з кризи, у тому числі проведенням санації чи реструктуризації.

Отже, **антикризове управління фінансами** — це особливий режим виконання функцій фінансового менеджменту, який полягає в організації фінансової роботи на підприємстві з урахуванням необхідності профілактики і нейтралізації фінансової кризи.

Головне завдання антикризового фінансового менеджменту полягає в ефективному використанні фінансового механізму з метою запобігання банкрутству та забезпечення фінансового оздоровлення підприємства.

Охарактеризуємо основні *функціональні та методологічні особливості антикризового фінансового менеджменту*. Окремі його функції та завдання за своїм змістом здебільшого збігаються з основними фазами управлінського циклу:

- діагностика наявних проблем;
 - загальне формулювання цілей і розробка антикризової стратегії;
 - оперативне планування;
 - прийняття рішення і реалізація планів;
 - внутрішній і зовнішній контроль;
 - рапортування (рекомендації з корекції планів і діяльності).
- Логічні взаємозв'язки між цими фазами наведені на рис. 12.1.

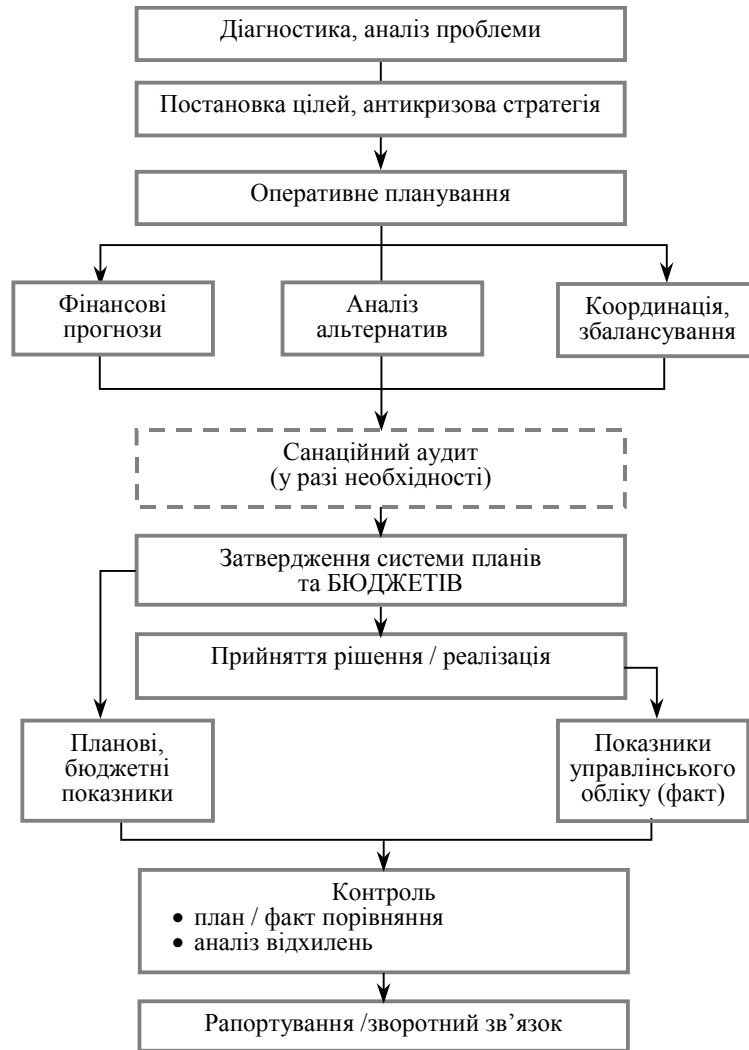


Рис. 12.1. Структурно-логічна схема антикризового фінансового менеджменту

Діагностика, аналіз проблеми. Основною проблемою, яку слід подолати через реалізацію антикризових заходів, є *фінансова криза на підприємстві або її загроза*. Досягнення цілей антикризового менеджменту значною мірою залежить від своєчасного виявлення кризи. Це забезпечується завдяки застосуванню інструментарію діагностики банкрутства, механізмів раннього попередження і реагування, інших аналітичних прийомів. Важливе місце при цьому слід приділяти причинно-наслідковому аналізу фінансової кризи, спрямованому на ідентифікацію зовнішніх та внутрішніх чинників кризи, виду кризи та її стадії. Оскільки своєчасність і правильність діагнозу хворого визначає зміст рецепту на його лікування, своєчасність та об'єктивність діагностики фінансової кризи

підприємства є ключем для забезпечення ефективності подальших антикризових заходів.

Постановка цілей і розробка антикризової стратегії. Антикризова стратегія визначає основні немонетарні та монетарні цілі змін, що плануються на підприємстві, а також загальні механізми досягнення зазначених цілей (концепція антикризової діяльності). Антикризовий фінансовий менеджмент, формулюючи цільові орієнтири та розробляючи антикризову фінансову стратегію, значною мірою повинен спиратися на функціональний і методологічний інструментарій контролінгу, а також враховувати вимоги законодавства про банкрутство, яке визначає механізми фінансової санації та банкрутства підприємств.

Розробляючи антикризову стратегію, слід визначитися з двома концептуальними питаннями:

- Режим антикризового управління у досудовому порядку чи реалізація антикризових заходів у рамках провадження справи про банкрутство?
- Санація за збереження існуючої організаційно-правової форми чи на основі реорганізації підприємства?

Від характеру відповіді на ці запитання залежить стратегія і тактика антикризового фінансового менеджменту, монетарні та немонетарні цілі. Головною *немонетарною метою* є подолання кризи на підприємстві, нейтралізація причин її виникнення і забезпечення життєдіяльності суб'єкта господарювання в довгостроковому періоді. У рамках досягнення цієї мети мають бути створені фінансові умови для своєчасного і повного погашення вимог кредиторів. Вирішення цього завдання можна забезпечити завдяки виконанню комплексу цілей монетарного характеру, зокрема, за напрямками:

- прибуток і рентабельність;
- операційний, інвестиційний та фінансовий Cash-Flow;
- ліквідність і платоспроможність;
- вартість підприємства.

На забезпечення логічного взаємоузгодження, координації сукупності монетарних і немонетарних цілей слід побудувати дерево цілей підприємства — структурну декомпозицію основної стратегічної цілі у вигляді багаторівневої системи підцілей. Приклад трирівневого дерева цілей як складової антикризової стратегії наведено на рис. 12.2.

Оперативне планування. Планування вважається головною функцією менеджменту загалом і антикризового зокрема. В оперативних планах відображаються конкретні засоби реалізації стратегічних цілей підприємства. Проблема полягає в тому, що на багатьох підприємствах відсутнє планування як таке.

У рамках реалізації антикризових заходів на таких підприємствах слід провести роботу з упровадження дієвої системи стратегічного та оперативного планування. Якщо ж підприємство потребує фінансової санації, то слід розробити план санації (реструктуризації). Ефективність планування забезпечується застосуванням науково-обґрунтованих методів прогнозування фінансових показників (експертні, методи екстраполяції тощо); аналізом наявних альтернатив; координацією та збалансуванням планів. Важливим при цьому є підбір найефективнішого каталогу антикризових заходів, який би забезпечував планомірне досягнення визначених цілей.

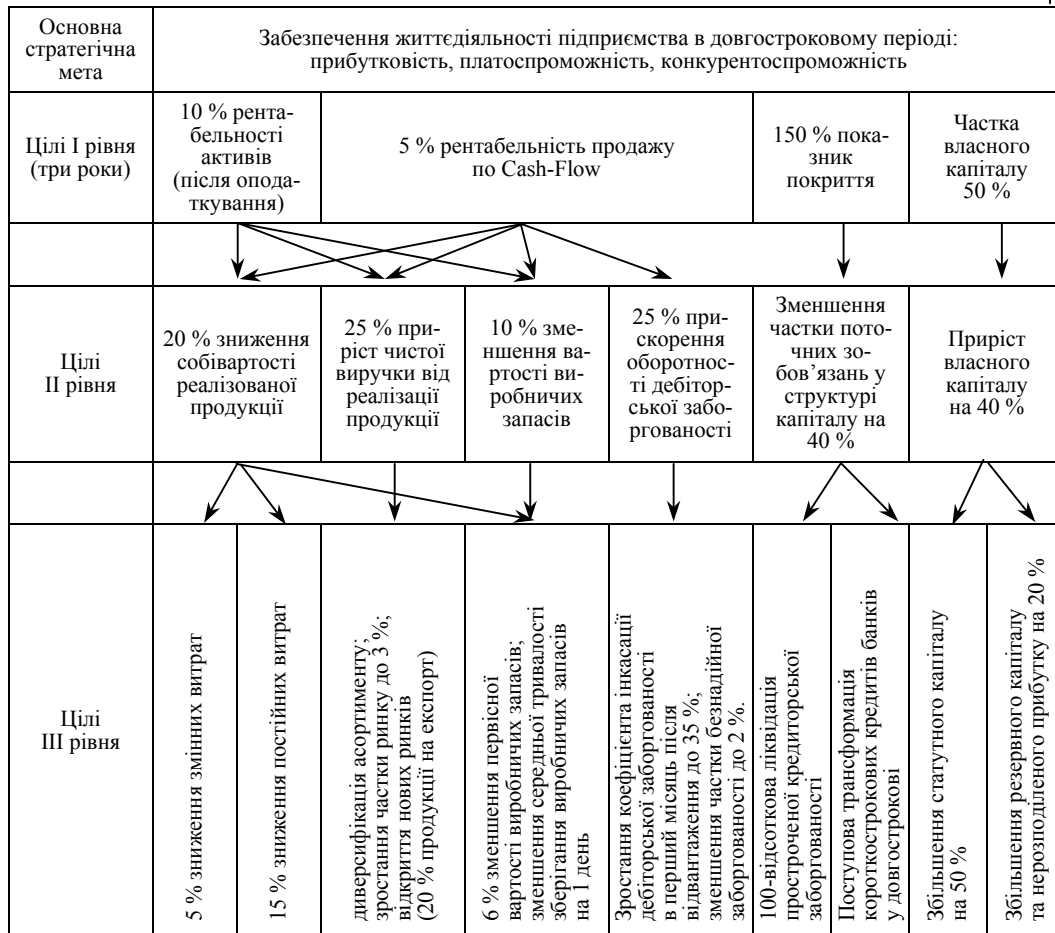


Рис. 12.2. Приклад дерева стратегічних фінансових цілей у системі антикризового менеджменту

Багато підприємств стикаються з проблемою відсутності логічного взаємопоеднання стратегічних цілей та оперативних завдань, які виконуються окремими працівниками і структурними підрозділами.

Довгострокове стратегічне планування і короткострокове річне бюджетування досить часто розглядаються як два паралельні, навіть дещо автономні процеси. Під час контролю головна увага зосереджується на дотриманні бюджетних показників без прив'язування їх до стратегічних цілей, що ставить під загрозу їх досягнення. З іншого боку, виявляється, що для реалізації певних оперативних завдань відсутні необхідні ресурси або їх бюджет є надто дефіцитний.

Особливо розбалансованим є досягнення немонетарних цілей. Для подолання такого роду слабких місць рекомендується впроваджувати спеціальний інструментарій забезпечення трансформації стратегічних цілей у конкретні

оперативні заходи, який заведено позначати як *Balanced-Scorecard*. Взаємоузгодженість окремих цільових показників стратегічного та оперативного контролінгу досягається у результаті побудови інтегрованої системи довгострокового та оперативного планування.

Прийняття рішення і реалізація запланованих заходів. Після затвердження відповідних планів, здійснення санаційного аудиту (у разі потреби) проводиться робота з реалізації антикризових заходів. Прийняття правильних рішень ускладнюється, з одного боку, наявністю багатьох альтернатив у виборі методів залучення фінансових ресурсів та напрямів їх використання, а з другого — значною кількістю обмежувальних чинників: дефіцит часу, високий рівень ризику, рестрикційні умови використання капіталу. Реалізуючи антикризові заходи, слід урахувувати можливість загострення конфлікту інтересів. У цьому зв'язку надзвичайно важливого значення як ланки, що пов'язує керівну та керовану системи, набуває **контроль**.

У рамках антикризового менеджменту потрібно запроваджувати зовнішній та внутрішній контроль. Необхідність *зовнішнього контролю* за ефективністю антикризових заходів виникає у кредиторів, інвесторів, контрольних органів (якщо це передбачено законодавством) та інших інституцій. Залежно від конкретних завдань зовнішнього контролю він може здійснюватися зовнішніми чи внутрішніми аудиторами, працівниками контрольних органів, банківськими працівниками.

Внутрішній контроль — дієвий інструмент стимулювання до підвищення фінансової відповідальності та продуктивності як окремих працівників, центрів прибутковості, структурних підрозділів, так і підприємства в цілому. Важливим завданням контролю в рамках антикризового менеджменту є зменшення інформаційної асиметрії та відстеження наслідків впливу антикризових заходів на фінансово-господарську діяльність підприємства.

До основних елементів системи внутрішнього контролю можна віднести такі:

- об'єкти контролю — стратегічні цілі, план санації в цілому та окремі антикризові заходи, бюджети структурних підрозділів, часткові (функціональні) та зведені бюджети;
- предмети контролю — окремі показники витрат і доходів, надходжень і видатків (дотримання бюджету ліквідності, оплати праці, витрат сировини);
- суб'єкти контролю — антикризові менеджери, служби контролінгу, що здійснюють нагляд за дотриманням бюджетів чи планів, і підрозділи чи окремі працівники, що є відповідальними за виконання планів;
- інструменти контролю бюджетів — це методи, процедури, які використовуються в процесі контролю (обстеження, ревізія, аналіз відхилень, SWOT-аналіз, бюджетний контроль).

Основною складовою внутрішнього контролю є *бюджетний контроль*. Внутрішній контроль як фаза антикризового управління передбачає здійснення цілого комплексу заходів, зокрема:

- налагодження системи управлінського обліку;
- перевірка відповідності діяльності підприємства прийнятій стратегії, узгодженому плану санації (чи реструктуризації), затвердженим бюджетам;

- план-факт порівняння;
- моніторинг та аналіз відхилень;
- визначення причин і факторів відхилень;
- розробка (підбір) каталогу заходів щодо корекції планів і діяльності;
- оцінювання запропонованих заходів, ініціювання рішень щодо корекції планів;
- контроль виконання скоригованих планів;
- контроль за дотриманням установлених стандартів, нормативів, законодавчих норм.

Конкретні рекомендації щодо корекції антикризових заходів повинні формуватися лише після ретельного факторного аналізу причин відхилень фактичних показників діяльності від планових та їх інтерпретації, що є найскладнішим елементом внутрішнього контролю і бюджетного контролю зокрема.

Результати контролю оформляють у вигляді *звіту (рапорту) про виконання антикризових заходів*. Аналіз відхилень при цьому відображається у формі діаграм, графіків, рисунків. У звітах поряд із фіксацією відхилень пояснюються їх причини та формулюються пропозиції щодо корекції планів чи вдосконалення фінансово-господарської діяльності.

Зворотний зв'язок у рамках системи антикризового фінансового управління забезпечується тим, що звітні аналітичні матеріали з виконання антикризової програми подають керівництву підприємства для оперативної корекції антикризових заходів, показників плану санації та відповідних бюджетів.

12.2. ІНСТИТУЦІЙНІ АСПЕКТИ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

З *інституційного* погляду до антикризового менеджменту відносять усіх фізичних (чи юридичних) осіб, які уповноважені власниками суб'єкта господарювання чи за законом здійснювати планування, реалізацію і контроль цілей, стратегії та заходів, спрямованих на виведення підприємства з кризи, тобто провадити фактичне управління підприємством на період його оздоровлення.

Зрозуміло, що основну роль в антикризовому менеджменті відіграють особи, відповідальні за антикризове управління фінансами. На відміну від звичайного фінансового менеджменту, функції антикризового фінансового менеджменту можуть виконувати як штатні працівники підприємства, так і фахівці, залучені ззовні на тимчасовій основі.

Штатні фінансові менеджери, як правило, належать до топ-менеджменту. Зауважимо, що досить часто до фінансової кризи підприємство доводять некваліфіковані чи завідомо помилкові управлінські рішення у фінансовій сфері. Керівництво підприємства, яке привело його до фінансової кризи, спричинило загострення конфлікту інтересів, як правило, не в змозі нейтралізувати конфлікт, відновити довіру кредиторів, клієнтів, постачальників та ефективно управляти його фінансовим оздоровленням. Звідси випливає необхідність заміни керівництва підприємства, зокрема фінансового менеджменту, або передання повноважень антикризового менеджменту третім особам.

До інституцій та осіб, які для виконання функцій антикризового менеджменту залучаються (чи призначаються) ззовні, належать:

- керуючі санацією, які призначаються відповідно до рішення господарського суду з числа осіб, які отримали відповідне свідоцтво і внесені до Єдиного реєстру арбітражних керуючих;
- представники банківських установ чи інших кредиторів у рамках заходів щодо супроводження проблемних кредитів, у томі числі консорціумних;
- контрольні органи, наприклад податкові;
- тимчасова адміністрація, яка призначається НБУ з метою фінансового оздоровлення банку у разі суттєвої загрози його платоспроможності;
- аудитори, незалежні експерти, консультанти.

Вибір інституцій, які здійснюватимуть антикризові функції, залежить від конкретних умов прийняття рішення про переведення підприємства на режим антикризового управління. Насамперед це залежить від того, чи в судовому порядку, чи до порушення справи про банкрутство реалізовуватимуться антикризові заходи, від виду діяльності суб'єкта господарювання, а також від ініціаторів фінансового оздоровлення.

Професійну діяльність у галузі антикризового менеджменту здійснюють арбітражні керуючі під час виконання ними функцій керуючого санацією. При цьому арбітражні керуючі є суб'єктами незалежної професійної діяльності.

Арбітражний керуючий — фізична особа, призначена господарським судом у встановленому порядку в справі про банкрутство як розпорядник майна, керуючий санацією або ліквідатор з числа осіб, які отримали відповідне свідоцтво і внесені до Єдиного реєстру арбітражних керуючих (розпорядників майна, керуючих санацією, ліквідаторів) України.

Слід зауважити, що арбітражний керуючий (розпорядник, керуючий санацією, ліквідатор) з моменту винесення ухвали (постанови) про призначення його арбітражним керуючим (розпорядником майна, керуючим санацією, ліквідатором) до моменту припинення здійснення ним повноважень прирівнюється до службової особи підприємства — боржника. Одна і та сама особа може здійснювати повноваження арбітражного керуючого (розпорядника майна, керуючого санацією, ліквідатора) на всіх стадіях провадження у справі про банкрутство. Як керуючий санацією, арбітражний керуючий відповідно до рішення господарського суду організовує здійснення процедури санації боржника, реалізуючи комплекс заходів, спрямованих на виведення підприємства з фінансової кризи.

У разі реалізації антикризових заходів у рамках провадження справи про банкрутство підприємства керуючий санацією призначається господарським судом одночасно з винесенням ухвали про санацію боржника.

Керуючим санацією може бути особа, яка виконувала повноваження розпорядника майна. З дня винесення ухвали про введення процедури санації уся повнота управління підприємством переходить до керуючого санацією. Відповідно, припиняються повноваження органів управління боржника — юридичної особи щодо управління і розпорядження майном, а також керівника боржника — керівник звільняється з посади.

Власники підприємства не можуть обмежувати повноваження керуючого санацією, а органи управління протягом трьох днів з дня прийняття рішення про введення процедури санації та призначення керуючого зобов'язані забезпечити передання йому бухгалтерської та іншої документації боржника, печаток і штампів, матеріальних та інших цінностей.

Серед основних обов'язків керуючого санації можна виокремити такі:

- розробка та погодження з комітетом кредиторів плану санації;
- здійснення заходів зі стягнення на користь боржника дебіторської заборгованості;
- розгляд вимог кредиторів щодо зобов'язань боржника, які виникли після порушення справи про банкрутство в процедурі розпорядження майном боржника та санації;
- інформування господарського суду та інших зацікавлених осіб про хід виконання плану санації;
- складання звітності з виконання плану санації.

Керуючий санацією у рамках покладених на нього завдань має право:

- самостійно розпоряджатися майном боржника відповідно до плану санації з урахуванням обмежень, передбачених законодавством;
- укладати від імені боржника мирову угоду, цивільно-правові, трудові та інші правочини (договори);
- подавати заяви про визнання договорів, укладених боржником, недійсними.

Під час виконання своїх функцій у рамках провадження справи про банкрутство керуючий санацією може використати спеціальні повноваження, зокрема, у тримісячний строк з дня прийняття рішення про санацію — *відмовитися від виконання договорів боржника*, укладених до порушення провадження у справі про банкрутство, не виконаних повністю або частково у разі, якщо:

- виконання договору завдає збитків боржнику;
- договір є довгостроковим (понад один рік) або розрахованим на одержання позитивних результатів у довгостроковій перспективі, крім випадків випуску продукції з технологічним циклом, більшим за строки санації боржника;
- виконання договору створює умови, що перешкоджають відновленню платоспроможності боржника.

Затвердження звіту керуючого санацією або дострокове припинення процедури санації тягне за собою припинення повноважень арбітражного керуючого як керуючого санацією, про що зазначається у відповідній ухвалі суду. У разі дострокового припинення процедури санації у зв'язку з укладенням мирової угоди або погашенням вимог кредиторів керуючий санацією протягом п'яти днів з дня прийняття господарським судом відповідного рішення повідомляє про це орган або посадову особу органу, до компетенції яких належить призначення керівника (органів управління) боржника, та у разі необхідності забезпечує проведення зборів чи засідання відповідного органу і продовжує виконувати повноваження керівника (органів управління) боржника до призначення в установленому порядку керівника (органів управління) боржника. За неналежного виконання своїх обов'язків керуючий може бути звільнений господарсь-

ким судом на підставі рішення комітету кредиторів. Відповідне рішення приймається більшістю голосів кредиторів — членів комітету кредиторів.

Важливою інституцією, яка може здійснювати функціональне, консультативне та методичне забезпечення антикризового менеджменту, є *банк*. У багатьох кредитних установах створені спеціальні відділи, які здійснюють управління проблемними кредитами, санацію та реструктуризацію підприємств. Класичний мотив підтримання боржника банком — уникнення збитків від кредитних операцій. Банк протягом усього строку дії кредитного договору повинен підтримувати ділові контакти з позичальником, забезпечувати його консультативними послугами з питань ведення бізнесу та виконання договору. Фінансові та інші служби підприємств повинні створювати умови для проведення працівниками банку *моніторингу і контролю за порядком використання кредиту та динамікою фінансового стану позичальника*, а також періодично інформувати банк про хід виконання кредитної угоди.

У процесі моніторингу проводиться така робота:

- перевіряється цільове використання кредиту;
- оцінюється фінансовий стан підприємства і визначається відхилення фактичних показників діяльності від запланованих;
- перевіряється стан збереження заставленого майна;
- перевіряються заставні можливості позичальника та третіх осіб, які гарантують повернення позички.

Великі банки у рамках супроводження кредитів здійснюють не лише моніторинг фінансово-господарської діяльності позичальника, а й аналізують відповідну галузь і регіон. На основі оброблення одержаної в процесі моніторингу інформації вносяться пропозиції щодо подальших відносин із позичальником, а також переглядається сформована сума резервів під відповідну операцію.

При цьому можуть прийматися рішення про переведення позичальника на режим антикризового управління та передання функцій управління адміністрації, сформованій за участі банку.

Якщо підприємство перебуває у кризовому стані, залучити банк до фінансування санаційних заходів можна, надавши в заставу пакет корпоративних прав. У цьому разі актуальна вартість кредитного забезпечення відіграватиме другорядну роль. З допомогою такого інструменту банк отримує можливість впливати на керівництво боржником. Зазначимо, що кредитні установи здебільшого не здійснюють оперативного управління підприємством. Більш прийнятним для них є призначення своїх представників у наглядову раду, правління тощо і одержання у такий спосіб можливості впливати на дії антикризового менеджменту.

У разі необхідності функції антикризового управління можуть виконуватися спільно, за участю кількох інституцій, наприклад, менеджментом підприємства і представниками консалтингових чи аудиторських фірм; менеджментом та представниками банків.

Необхідність залучення зовнішніх консультантів до процесу антикризового управління фінансами зумовлена потребою в об'єктивності, належних знаннях і досвіді, наявністю в них апробованих методик, технічних прийомів, які дають змогу в стислі строки розробити стратегію і тактику подолання кризової ситуації на підприємстві.

12.3. ОЦІНКА САНАЦІЙНОЇ СПРОМОЖНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ ЯК ПЕРЕДУМОВА ПРИЙНЯТТЯ АНТИКРИЗОВИХ ФІНАНСОВИХ РІШЕНЬ

Головним критерієм прийняття фінансових рішень про впровадження превентивних (антикризових) заходів, введення процедур санації або ліквідації підприємства є його санаційна спроможність.

Санаційна спроможність — це наявність у підприємства, що перебуває у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних і правових можливостей, які визначають здатність до успішного проведення його фінансової санації.

Загальні передумови санаційної спроможності є такі:

- наявність у підприємства можливостей мобілізації необхідного для фінансового оздоровлення капіталу;
- спроможність ефективно використати капітал;
- наявність можливостей для своєчасного розрахунку з капіталодавцями.

Економічними критеріями санаційної спроможності підприємства є його здатність до забезпечення ліквідності, відновлення прибутковості та одержання конкурентних переваг. Зазначені кількісні та якісні критерії є тісно взаємопов'язаними між собою. Так, досягнення конкурентних переваг можливе лише за наявності стійкої ліквідності та платоспроможності, водночас орієнтація тільки на забезпечення ліквідності дає можливість забезпечити життєздатність підприємства лише в короткостроковому періоді.

Зрозуміло, що оцінка санаційної спроможності підприємства на основі аналізу кількох фінансових показників дає лише частину інформації про реальне становище боржника. Комплексний підхід до оцінювання санаційної спроможності передбачає розрахунок прогнозованої вартості підприємства після санації. Якщо ця вартість буде більшою за вартість ліквідаційної маси перед проведенням санації, то підприємство вважатиметься санаційно спроможним.

З правового погляду санаційно спроможним підприємство буде в тому разі, якщо здатне підтримувати фінансову рівновагу в довгостроковому періоді, тобто коли є достатні передумови для відновлення і збереження стабільної платоспроможності з тим, щоб у кредиторів у майбутньому не було підстав звертатися із заявою до господарського суду для порушення справи про банкрутство.

Діагностика санаційної спроможності підприємства здійснюється за рішенням *ініціатора фінансової санації підприємства*. На підставі результатів аналізу санаційної спроможності робиться висновок про доцільність чи недоцільність санації даної господарської одиниці. Якщо підприємство перебуває в глибокій кризі, несумісній із подальшим його існуванням, виробничий потенціал зруйновано, структура капіталу та майна незадовільна, ринки збуту продукції втрачено, стратегії розвитку підприємства бракує, тоді робиться висновок про те, що підприємство є санаційно неспроможним і його доцільно ліквідувати. Інакше санація стане лише відстроченням часу ліквідації підприємства і нічого, крім додаткових збитків, власникам і кредиторам не дасть.

Для підтвердження (чи не підтвердження) санаційної спроможності підприємства у разі залучення до процесу санації третіх осіб (кредиторів, інвесторів

тощо) проводиться **санаційний аудит**. Характерною рисою санаційного аудиту є те, що він проводиться на підприємствах, які перебувають у фінансовій кризі.

Головна мета санаційного аудиту — оцінити санаційну спроможність підприємства на підставі:

- аналізу фінансово-господарської діяльності;
- наявного плану фінансового оздоровлення.

Необхідність проведення санаційного аудиту зумовлена потребою зацікавлених осіб (кредиторів, власників, держави) в об'єктивній інформації про фінансовий стан суб'єкта господарювання і реальність плану санації. Потреба у висновку незалежного спеціаліста про санаційну спроможність боржника спричинена також і тим, що окремі групи інтересів не мають доступу до джерел інформації та спеціальних знань для оцінки цієї інформації.

Санаційний аудит можна розглядати як один з інструментів зменшення конфлікту інтересів між боржником і капіталодавцями, оскільки завдяки йому досягається зниження до прийняттого рівня інформаційного ризику для інвесторів, кредиторів та інших осіб, які бажають узяти участь у фінансовій санації неспроможного підприємства.

У процесі санаційного аудиту (оцінювання санаційної спроможності) розв'язуються такі завдання:

- проводиться аналіз фінансово-господарської діяльності підприємства;
- визначаються причини, глибина, можливості подолання кризи;
- робиться порівняльний аналіз сильних та слабких сторін підприємства;
- здійснюється економіко-правова експертиза передбачених планом санації заходів;
- оцінюються ризики, пов'язані з реалізацією плану санації;
- робиться висновок про доцільність санації чи ліквідації суб'єкта господарювання.

Якщо в результаті санаційного аудиту підтверджена достовірність плану санації та його реалістичність, то це буде дієвим аргументом у руках антикризового менеджменту під час ведення переговорів із кредиторами та інвесторами на предмет залучення їх до процесів санації боржника. Якщо ж навпаки, то всім зацікавленим особам завдяки санаційному аудиту вдасться уникнути додаткових збитків.

Важливим етапом санаційного аудиту (оцінювання санаційної спроможності) визначено аналіз фінансово-господарської діяльності підприємства, в процесі здійснення якого має бути проведено якісну фінансову діагностику поточного фінансового стану та ймовірності дефолту підприємства.

Термін «**діагностика**» означає визначення стану об'єкта управління на основі реалізації комплексу аналітичних процедур з метою завчасного виявлення слабких ланок і вузьких місць. Основою діагностики банкрутства є фінансовий аналіз. Якісна діагностика сприяє зменшенню інформаційної асиметрії та нейтралізації принципал-агент конфлікту між суб'єктами фінансових відносин.

Будь-яку методику оцінки кредитоспроможності позичальника можна вважати такою, яка присвячена проблематиці прогнозування фінансової неспроможності, відповідно, фінансовій діагностиці.

Мета оцінки кредитоспроможності підприємства — прогнозування його спроможності своєчасно і повністю розрахуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Неспроможність погасити борг означає наявність підстав для порушення справи про банкрутство. У разі високої ймовірності неплатоспроможності чи незадовільного фінансового стану підприємство вважається таким, якому загрожує фінансова криза та банкрутство. Отже, природа та цілі фінансової діагностики й оцінки кредитоспроможності підприємства є ідентичними.

Аналіз фінансового стану, що ґрунтується на вивченні кількісних показників фінансової звітності підприємства із застосуванням стандартних методів і прийомів називається *класичним*, або *традиційним*. Згідно з традиційними постулатами оцінки фінансового стану та діагностики банкрутства, аналіз ґрунтується на розрахунку 4–6 груп фінансових показників. Висновки про якість фінансового стану робляться на підставі простого зіставлення фактичних показників оцінки ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості, стабільності та ін. з їх нормативними значеннями.

У вітчизняній практиці значного поширення набули *дві групи методик аналізу фінансового стану*, які й репрезентують традиційний підхід до оцінки ймовірності фінансової кризи підприємства.

Перша група ґрунтується на однофакторному аналізі показників фінансової звітності; *друга* — заснована на бальній системі оцінювання з визначенням індексу (класу) ризиковості фінансового стану підприємства. Недолік традиційних методик полягає в тому, що ними здебільшого передбачається розрахунок двох і більше показників, які фактично характеризують один параметр фінансового стану, до того ж відповідні показники досить тісно корелюють між собою. З економетричної позиції така ситуація є неприпустимою, оскільки це призводить до суттєвого викривлення результатів аналізу.

Аналітична цінність показників ділової активності, оборотності, майнового стану, передбачених більшістю методик, зменшується через те, що для них не передбачено критичні чи орієнтовні значення. Отже, виникає проблема їх об'єктивної інтерпретації.

Серед найбільш суттєвих недоліків традиційного аналізу, який домінував до останнього часу у вітчизняній практиці, виділимо такі:

- ігнорування галузевих особливостей об'єкта аналізу;
- довільність фіксування нормативних значень окремих показників;
- суб'єктивність формування вибірки показників, які підлягають аналізу (неврахування явища мультиколінеарності);
- ігнорування (або суб'єктивність врахування) чинника різної вагомості впливу окремих показників на загальні результати аналізу;
- окремі параметри фінансового стану характеризуються різною кількістю показників, що викривляє результати аналізу;
- методики не враховують усі фінансові параметри, що впливають на фінансовий стан підприємства;
- недостатній рівень об'єктивності показників звітності (проблема маніпулювання показниками окремими рівнями менеджменту);

- нехтування показниками, які характеризують чисті грошові потоки, показниками, що нейтралізують вплив локальних особливостей оподаткування, нарахування амортизації тощо;
- неврахування ціни залучення капіталу.

Обґрунтовуючи критичне (чи нормативне) значення окремих показників фінансового стану, багато вітчизняних авторів невиправдано посилалися на зарубіжний досвід інтерпретації того чи іншого показника. Це не є коректним, оскільки фінансові параметри як загальної сукупності, так і середнього вітчизняного підприємства, значно відрізняються від аналогічних показників західних підприємств.

Що стосується врахування галузевої специфіки, то більшістю методик рекомендувалося порівняння окремих показників із середньогалузевими значеннями. Однак з позицій математичної статистики середньогалузеве значення показника не може слугувати як критичне чи оптимальне, оскільки показує лише середньоарифметичну величину, яка не враховує різну питому вагу підприємств, що мають значення показників вище та нижче від середньогалузевих.

Зважаючи на виокремлені недоліки, а також на певну похибку, притаманну будь-якій прогнозованій оцінці, застосування згаданих методик на практиці мало наслідком високий рівень помилковості оцінок і хибні фінансові рішення.

Стандартизовані процедури аналізу і типовий перелік питань, які використовуються за традиційних методів оцінки кредитоспроможності, не забезпечували об'єктивності оцінок. Підтвердженням цієї тези стала значна кількість проблемних кредитів, якими характеризується кредитний портфель вітчизняних комерційних банків, високий рівень несплати відстрочених податкових платежів, настання гарантійних випадків у разі надання державних гарантій.

Наприклад, дослідження, проведені в Швейцарії, засвідчили, що зі зростанням ризику кредитування зростає і відхилення між реальною кредитоспроможністю позичальника та результатами, які випливають з кредитного аналізу¹.

Для підвищення якості фінансової діагностики слід ширше використовувати *емпірично-індуктивні системи показників*, які виводяться з використанням математично-статистичних методів обробки емпіричних даних (отриманих на основі досвіду, практики, спостереження) та експертних оцінок.

Підхід передбачає розрахунок інтегрального показника фінансового стану, який є вираженням певної сукупності показників (індикаторів) фінансового стану.

Відбір індикаторів, що включаються до системи показників, здійснюється експертами за наперед визначеними критеріями, які формуються виходячи із цілей побудови системи та досвіду експертів. Здебільшого до таких критеріїв належать класифікаційна і прогностична здатність показників.

Одержані у такий спосіб системи показників використовуються переважно для класифікації підприємств, тобто поділу їх на фінансово спроможні і фінансово неспроможні.

В окремих випадках для побудови систем показників використовується PIMS-аналіз (PIMS — Profit Impact of Market Strategy). Теорія і практика засвід-

¹Manz F. Prozessorientiertes Kreditmanagement: ein integriertes Konzept zur Risiko-Rendite — Optimierung von Einzelkredit und Portfolio / Manz F. — Bern-Stuttgart-Wien: Verlag Paul Haupt, 1998. — S. 151.

чує, що найбільш ефективними методами, які використовуються у процесі розробки емпірично-індуктивних систем показників, є дискримінантний аналіз, регресійний аналіз, експертні опитування, метод штучних нейронних сіток, методи нечіткої логіки.

Фінансистам усього світу відомі моделі Альтмана (1968, 1972, 1993, США), система аналізу Вайбеля (1973, Швейцарія), модель Беєрмана (1976) і модель Краузе (1993, Німеччина), системи показників Бівера (1966, США), система фінансового аналізу Керлінга — Поддіга (1994, Франція), методологія дискримінантного аналізу Німецького Бундесбанку (1999, 2003, 2008 Deutsche Bundesbank).

Огляд найбільш відомих моделей оцінки кредитних ризиків і діагностики фінансового стану, в основі розробки яких лежить економетричний аналіз, наведено в табл. 12.1. Зазначені моделі присвячені діагностиці банкрутства та оцінці кредитоспроможності. В основі їх розробки покладено дискримінантний аналіз або ж його комбінування з методом логістичної регресії та експертними методами аналізу.

Таблиця 12.1

**ОГЛЯД НАЙБІЛЬШ ПОШИРЕНИХ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ
ДО ОЦІНКИ ФІНАНСОВОГО СТАНУ ПІДПРИЄМСТВ**

Рік	Автори	Аналітична вибірка (підприємств)	Коментар
1965	Beaver W	2 × 79 (США)	Однофакторний аналіз. Величини, що відображені в чисельниках фінансових показників, характеризуються високим рівнем здатності до розподілу; у знаменниках — відносно статичні показники
1968, 1972, 1993	Altman E.	2 × 33 (США)	Багатофакторний аналіз. Промислові підприємства
1973	Weibel P.	2 × 36 (Швейцарія)	Однофакторний аналіз. Кластерний аналіз. Виокремлено три групи за рівнем ризику. Проблема ізольованого аналізу окремих показників. Промислові підприємства
1993	Krause C.	2 × 336 (ФРН)	Комбінація МДА і методу штучного інтелекту
1994	Kerling/ Poddig	2 × 150 (Франція)	Комбінація МДА з експертними методами аналізу
1999— 2003	Deutsche Bundes Bank	22000 (ФРН)	МДА для трьох груп підприємств: переробні галузі; торгівля; інші види діяльності
2004— 2009	Терещенко О. (Міністерство фінансів України)	2000 (Україна)	МДА для 9 груп підприємств, класифікованих залежновід виду діяльності

Закінчення табл. 12.1

Рік	Автори	Аналітична вибірка (підприємств)	Коментар
2008	Банк UBS (Швейцарія)	Клієнтська база позичальників у розрізі окремих їх категорій	Рейтингове оцінювання (дискримінантний аналіз, логістична регресія), система рейтингування UBS ґрунтується на шкалі рейтингів, яка передбачає 15 рейтингових класів
2007	Банк Credit Suisse (Швейцарія)	Клієнтська база позичальників у розрізі окремих їх категорій	Рейтингове оцінювання (дискримінантний аналіз, логістична регресія), система рейтингування UBS ґрунтується на шкалі рейтингів, яка передбачає 18 рейтингових класів
2008	Deutsche Bundes Bank	Понад 30000 (ФРН)	МДА для трьох груп підприємств: переробні галузі, торгівля, інші види діяльності

Як впливає, із наведеної в табл. 12.1 інформації, найпоширеніший методичний підхід до фінансової діагностики (прогнозування банкрутства) полягає в розрахунку інтегрального показника фінансового стану на основі дискримінантного аналізу як методу класифікації підприємств.

Для побудови ефективної системи (моделі) фінансової діагностики слід вирішити проблему вибору показників, які б забезпечили високу точність діагностики. Досить часто показники, що включені до різних методик, обираються хаотично, без урахування будь-яких закономірностей і критеріїв. Під системою показників діагностики фінансового стану слід розуміти сукупність кількісних індикаторів фінансового стану, які перебувають між собою у тісній взаємозалежності і взаємодоповнюють один одного.

Формуючи систему показників, слід вибрати ті індикатори, які найбільш адекватні цілям фінансової діагностики. Крім того, необхідно підбирати найбільш оптимальну комбінацію показників. Можлива ситуація, коли за однофакторного аналізу показник відповідає обраним критеріям, однак за багатфакторної діагностики, тобто коли показник належить до певної системи показників, він не сприяє досягненню цілей, що ставляться перед системою показників.

До основних недоліків емпірично-індуктивних систем показників слід віднести такі:

- складність формування банку даних, на основі якого розробляються моделі фінансової діагностики;
- недотримання окремих умов використання економетричних методів обробки інформації;
- значний рівень витрат на розробку емпірично-індуктивних систем і необхідність їх періодичної актуалізації.

Важливою умовою використання емпірично-індуктивних систем показників є те, що підприємство — об'єкт фінансової діагностики за критеріальними ознаками має бути подібними до підприємств вибіркової сукупності, на основі якої розроблені відповідні системи. Йдеться про те, що має збігатись країна місцезнаходження підприємств, вимоги до складання звітності, сфера діяльності, часовий горизонт розробки і використання моделей (не більше як 5 років).

Отже, **дискримінантний аналіз** — це комплекс методів і прийомів математичної статистики, за допомогою яких здійснюється класифікація аналізованих елементів залежно від інтегрованого значення обраної сукупності показників відповідності до шкали інтерпретації. Розрізняють однофакторний та багатофакторний дискримінантний аналіз.

Зміст багатофакторного дискримінантного аналізу (МДА) зводиться до виведення та інтерпретації значення однієї залежної (пояснюваної) змінної за допомогою значень багатьох незалежних (пояснювальних) змінних. *В основі однофакторного (одновимірного) дискримінантного аналізу* покладене відокремлене дослідження окремих показників (які є складовою певної системи показників) та класифікація підприємств за принципом дихотомії¹.

Віднесення підприємства до категорії «хворих» чи «здорових» здійснюється у розрізі окремих показників відповідно до емпірично побудованої шкали критичних (нормативних) значень досліджуваного показника. Загальний висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі аналізу відповідності кожного із показників, які включені у спеціально підібрану систему, їх граничним значенням.

Головним суперечливим моментом однофакторного дискримінантного аналізу є те, що значення окремих показників може свідчити про позитивний розвиток підприємства, а інших — про незадовільний. Така ситуація унеможливує об'єктивне прогнозування банкрутства. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є застосування багатофакторного дискримінантного аналізу.

Головне завдання багатофакторного дискримінантного аналізу у контексті діагностики фінансового стану підприємств зводиться до побудови оптимальної дискримінантної моделі, за допомогою якої з достатньо високим рівнем імовірності можна здійснювати класифікацію підприємств за рівнем їх фінансового стану.

Багатофакторна дискримінантна функція — це функція, на основі якої обчислюється інтегральний показник фінансового стану підприємства (пояснювана змінна) за допомогою значень багатьох незалежних (пояснювальних) змінних з урахуванням вагомості кожної із них. Базовий алгоритм лінійної багатофакторної дискримінантної функції можна записати в такій формі:

$$Z = a_1 K_1 + a_2 K_2 + a_3 K_3 + a_4 K_4 + a_5 K_5 + a_n K_n - a_0, \quad (12.1)$$

де Z — базовий інтегральний показник фінансового стану підприємства; K_1, K_2, \dots, K_n — фінансові коефіцієнти, що розраховуються на базі фінансової звітності підприємства; a_1, a_2, \dots, a_n — параметри, що визначаються з урахуванням вагомості та розрядності фінансових коефіцієнтів; a_0 — вільний член дискримінантної моделі.

Призначення вільного члена функції полягає у приведенні критичного значення залежної змінної Y (лінії поділу) до заздалегідь визначеної величини, наприклад до нуля, а також регулювання величини α і β помилки.

¹ Дихотомія (від гр. поділ на дві частини) — метод статистики, за якого досліджувану сукупність поділяють на дві підсукупності залежно від значення обраного критерію (показника).

Багатофакторний дискримінантний аналіз як метод оцінювання ймовірності банкрутства підприємства включає дві фази:

1) фаза розробки — побудова моделі розрахунку інтегрального показника фінансового стану та формулювання ключа інтерпретації;

2) фаза класифікації — розрахунок інтегрального показника для конкретного підприємства — об'єкта фінансової діагностики.

Друга фаза дискримінантного аналізу (класифікація) полягає у розрахунку користувачами дискримінантних моделей інтегрального показника для конкретного підприємства і його трактування відповідно до розробленого ключа інтерпретації.

Зміст *Z*-показника аналізованого підприємства слід інтерпретувати таким чином: якщо значення показника є меншим, ніж його критичне значення, то підприємство вважається фінансово нестійким; якщо ж навпаки — то підприємству в найближчій перспективі фінансова криза не загрожує. З використанням рекомендацій щодо трактування отриманого значення інтегрального показника підприємству може присвоюватися той чи інший клас чи рейтинг.

Використання багатофакторного дискримінантного аналізу сприяє суттєвому спрощенню процедури оцінки фінансового стану підприємства та уможлиблює високий рівень об'єктивності остаточних висновків. Завдяки розрахунку інтегрального показника усувається основний недолік традиційного аналізу фінансового стану — неможливість однозначних висновків, якщо значення окремих показників свідчить про позитивний розвиток підприємства, а інших — про незадовільний.

Методичні засади використання дискримінантного аналізу для цілей фінансової діагностики обґрунтовані у монографії О. О. Терещенка (2004)¹. На офіційному рівні вперше в Україні інтегральний підхід до оцінки фінансового стану підприємств запроваджено Порядком оцінки фінансового стану бенефіціара та визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, який затверджено Наказом Міністерства фінансів України № 247 від 01.04.2003. З 14 липня 2016 р. набрав чинності затверджений Наказом Міністерства фінансів України за № 616 Порядок проведення оцінки фінансового стану потенційного бенефіціара інвестиційного проекту, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоокупності, а також визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, обслуговування якої здійснюватиметься за рахунок коштів бенефіціара (далі — Методика № 616).

Оскільки зазначену методику можна використовувати для цілей діагностики банкрутства, розглянемо її детальніше. Наведені в табл. 12.2–12.3 моделі розрахунку інтегрального показника фінансового стану диференційовані залежно від виду економічної діяльності та розмірів підприємств (великі і середні та малі підприємства). На основі інтегральних моделей визначається рейтинговий клас

¹Терещенко О. О. Антикризове фінансове управління на підприємстві: монографія / Терещенко О. О. — К.: КНЕУ, 2004. — 268 с.

підприємств. Інформаційними джерелами діагностики фінансової кризи за цим підходом є баланс і звіт про фінансові результати підприємств.

Таблиця 12.2

**МОДЕЛІ РОЗРАХУНКУ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА
ФІНАНСОВОГО СТАНУ БЕНЕФІЦІАРА (великі і середні підприємства)**

№ з/п	Групи видів економічної діяльності	Модель
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розд. 01–03)	$Z=1,3 \cdot K_3+0,03 \cdot K_4+0,001 \cdot K_5+0,61 \cdot K_6+0,75 \cdot K_7+2,5 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9-0,2$
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів: секція С (розд. 10–12)	$Z=0,035 \cdot K_1+0,04 \cdot K_2+2,7 \cdot K_3+0,1 \cdot K_6+1,1 \cdot K_7+1,2 \cdot K_8+0,05 \cdot K_9-0,8$
3	Переробна промисловість: секція С (розд. 13–18, 31, 32)	$Z=0,95 \cdot K_3+0,03 \cdot K_4+1,1 \cdot K_6+1,4 \cdot K_7+3,1 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9+0,03 \cdot K_{10}-0,45$
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розд. 05–09); переробна промисловість: секція С (розд. 19–30, 33); постачання електроенергії, газу: секція D (розд. 35); водопостачання, каналізація: секція Е (розд. 36–39)	$Z=0,025 \cdot K_1+1,9 \cdot K_3+0,45 \cdot K_6+1,5 \cdot K_8+0,03 \cdot K_9-0,5$
5	Будівництво: секція F (розд. 41–43)	$Z=0,02 \cdot K_1+1,7 \cdot K_3+0,01 \cdot K_4+0,3 \cdot K_6+0,4 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8-0,1$
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розд. 45–47); тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розд. 55, 56)	$Z=1,03 \cdot K_3+0,001 \cdot K_4+0,16 \cdot K_6+0,6 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8+0,08 \cdot K_9-0,14$
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розд. 49–53); електрозв'язок: секція J (розд. 61)	$Z=0,07 \cdot K_2+1,27 \cdot K_3+0,32 \cdot K_6+1,98 \cdot K_8+0,04 \cdot K_9+0,04 \cdot K_{10}-0,15$
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розд. 64–66)	$Z=0,025 \cdot K_1+2,7 \cdot K_3+0,005 \cdot K_4+0,13 \cdot K_7+2,4 \cdot K_8-0,93$
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розд. 58–60, 62, 63); інші операції та послуги: секції L–U (розд. 68–99)	$Z=0,03 \cdot K_1+0,9 \cdot K_3+0,01 \cdot K_4+0,002 \cdot K_5+0,15 \cdot K_6+0,5 \cdot K_7+2,9 \cdot K_8-0,05$

Таблиця 12.3

**МОДЕЛІ РОЗРАХУНКУ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА
ФІНАНСОВОГО СТАНУ БЕНЕФІЦІАРА (малі підприємства)**

№ з/п	Групи видів економічної діяльності	Моделі
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розд. 01–03)	$Z=0,02 \times MK_1+0,02 \times MK_2+1,5 \times MK_3+0,6 \times MK_7+2,6 \times MK_8+0,008 \times MK_9-1,1$
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів: секція С (розд. 10–12)	$Z=0,01 \times MK_1+0,03 \times MK_2+2,2 \times MK_3+0,03 \times MK_4+0,95 \times MK_7+1,3 \times MK_8+0,06 \times MK_9+0,2 \times MK_{10}-0,7$

Закінчення табл. 12.3

№ з/п	Групи видів економічної діяльності	Моделі
3	Переробна промисловість: секція С (розд. 13–18, 31, 32)	$Z=0,03 \times MK_2 + 1,95 \times MK_3 + 0,01 \times MK_4 + 0,002 \times MK_6 + 2,5 \times MK_7 + 0,8 \times MK_8 + 0,05 \times MK_9 - 0,9$
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розд. 05–09); переробна промисловість: секція С (розд. 19–30, 33); постачання електроенергії, газу: секція D (розд. 35); водопостачання, каналізація: секція Е (розд. 36–39)	$Z=0,01 \times MK_1 + 2,42 \times MK_3 + 0,01 \times MK_4 + 0,05 \times MK_7 + 1,35 \times MK_8 + 0,05 \times MK_9 - 0,7$
5	Будівництво: секція F (розд. 41–43)	$Z=0,02 \times MK_1 + 2,2 \times MK_3 + 0,001 \times MK_5 + 0,01 \times MK_6 + 0,009 \times MK_7 + 1,4 \times MK_8 + 0,2 \times MK_{10} - 0,27$
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розд. 45–47); тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розд. 55–56)	$Z=0,03 \times MK_1 + 1,85 \times MK_3 + 0,004 \times MK_4 + 0,001 \times MK_5 + 0,1 \times MK_6 + 0,2 \times MK_7 + 2,2 \times MK_8 + 0,009 \times MK_9 - 0,35$
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розд. 49–53); електрозв'язок: секція J (розд. 61)	$Z=0,04 \times MK_1 + 0,01 \times MK_2 + 1,8 \times MK_3 + 0,0002 \times MK_5 + 0,6 \times MK_6 + 0,85 \times MK_7 + 1,7 \times MK_8 + 0,03 \times MK_9 - 0,8$
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розд. 64–66)	$Z=0,02 \times MK_1 + 1,7 \times MK_3 + 0,001 \times MK_4 + 0,001 \times MK_5 + 0,15 \times MK_6 + 3,1 \times MK_8 + 0,02 \times MK_9 - 0,4$
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розд. 58–60, 62–63); інші операції та послуги: секції L-U (розд. 68–99)	$Z=0,01 \times MK_1 + 1,92 \times MK_3 + 0,01 \times MK_6 + 0,02 \times MK_7 + 1,2 \times MK_8 + 0,01 \times MK_9 - 0,35$

Обчислення фінансових коефіцієнтів, які використовуються для розрахунку інтегрального показника, здійснюється за алгоритмом, наведеним у табл. 12.4–12.5.

Таблиця 12.4

РОЗРАХУНОК ФІНАНСОВИХ КОЕФІЦІЄНТІВ ДЛЯ ВИЗНАЧЕННЯ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА ФІНАНСОВОГО СТАНУ БЕНЕФІЦІАРА (великі та середні підприємства)

Фінансовий коефіцієнт	Формула розрахунку
1. K_1 — коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2. K_2 — проміжний коефіцієнт покриття	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
3. K_3 — коефіцієнт фінансової незалежності	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$
4. K_4 — коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Необоротні активи}}$
5. K_5 — коефіцієнт рентабельності власного капіталу	$\frac{\text{Чистий прибуток/збиток}}{\text{Інвестований власний капітал}}$

Закінчення табл. 12.4

Фінансовий коефіцієнт	Формула розрахунку
6. K_6 — коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	$\frac{\text{Фінансовий результат від операційної діяльності}}{\text{Чистий дохід від реалізації}}$
7. K_7 — коефіцієнт рентабельності операційної діяльності за ЕВІТДА	$\frac{\text{ЕВІТДА}}{\text{Чистий дохід від реалізації} + \text{інші операційні доходи}}$
8. K_8 — коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	$\frac{\text{Чистий фінансовий результат}}{\text{Валюта балансу}}$
9. K_9 — коефіцієнт оборотності оборотних активів	$\frac{\text{Чистий дохід від реалізації}}{\text{Операційні оборотні активи}}$
10. K_{10} — коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами перед оподаткуванням, фінансовими витратами і нарахуванням амортизації	$\frac{\text{Фінансові результати перед оподаткуванням, фінансовими витратами і нарахуванням амортизації}}{\text{Довгострокові та поточні зобов'язання}}$

Таблиця 12.5

РОЗРАХУНОК ФІНАНСОВИХ КОЕФІЦІЄНТІВ ДЛЯ ВИЗНАЧЕННЯ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА ФІНАНСОВОГО СТАНУ БЕНЕФІЦІАРА (малі підприємства)

Фінансовий коефіцієнт	Формула розрахунку
1. MK_1 — коефіцієнт покриття (ліквідність третього ступеня)	$\frac{\text{Оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
2. MK_2 — проміжний коефіцієнт покриття	$\frac{\text{Монетарні оборотні активи}}{\text{Поточні зобов'язання}}$
3. MK_3 — коефіцієнт фінансової незалежності	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$
4. MK_4 — коефіцієнт покриття необоротних активів власним капіталом	$\frac{\text{Власний капітал}}{\text{Необоротні активи}}$
5. MK_5 — коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	$\frac{\text{Чистий дохід від реалізації}}{\text{Кредиторська заборгованість}}$
6. MK_6 — коефіцієнт рентабельності продажів за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ)	$\frac{\text{Фінансовий результат від операційної діяльності}}{\text{Чистий дохід від реалізації}}$
7. MK_7 — коефіцієнт рентабельності операційної діяльності	$\frac{\text{Фінансовий результат від операційної діяльності}}{\text{Чистий дохід від реалізації} + \text{інші операційні доходи}}$
8. MK_8 — коефіцієнт рентабельності активів за чистим прибутком	$\frac{\text{Чистий фінансовий результат}}{\text{Валюта балансу}}$
9. MK_9 — коефіцієнт оборотності оборотних активів	$\frac{\text{Чистий дохід від реалізації}}{\text{Операційні оборотні активи}}$
10. MK_{10} — коефіцієнт оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами до оподаткування	$\frac{\text{Фінансові результати перед оподаткуванням}}{\text{Довгострокові та поточні зобов'язання}}$

Оскільки параметри моделей інтегральної оцінки фінансового стану визначені на базі даних річної звітності, у разі розрахунку фінансових коефіцієнтів з використанням квартальної звітності слід здійснювати ануалізацію показників Звіту про фінансові результати.

Ануалізація (англ. annualization) — це приведення даних до річного вираження. Ануалізації підлягають показники Звіту про фінансові результати, які задіяні до розрахунку фінансових коефіцієнтів, в яких ураховуються показники балансу (наприклад, коефіцієнти рентабельності і оборотності). З метою ануалізації показники «Звіту про фінансові результати» можуть розраховуватися за методом ковзної річної суми з урахуванням останнього звітного періоду та останнього звітного року.

Наприклад, приведення до річного виразу показника чистої виручки від реалізації (чистого прибутку, EBIT, EBITDA) за результатами звітності за перший квартал поточного року здійснюється таким чином: сума чистої виручки (чистого прибутку, EBIT, EBITDA) за I кв. поточного року і за минулий рік за мінусом чистої виручки (чистого прибутку, EBIT, EBITDA) за I кв. минулого року.

Аналогічний порядок діє у разі приведення до річного виразу показників «Звіту про фінансові результати» за інші звітні періоди. Такий підхід до ануалізації даних дає можливість до певної міри урахувати особливості фінансового стану підприємств із циклічним та сезонним характером діяльності.

Інший підхід до ануалізації передбачає, що задіяні в розрахунках квартальні показники Звіту про фінансові результати коригуються на коефіцієнт зіставності ($4/N$), де N — порядковий номер останнього звітного кварталу.

У разі здійснення розрахунків на базі звітності за місяць відповідні показники коригуються на коефіцієнт зіставності ($12/M$), де M — порядковий номер останнього звітного місяця.

Розглянутий порядок ануалізації передбачає, що квартальна (місячна) звітність про фінансові результати складається наростаючим підсумком. У разі використання даних річної звітності ануалізація показників звітності не здійснюється.

Висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі присвоєння йому класу згідно з інтерпретацією значень інтегрального показника фінансового стану бенефіціара, наведеними у табл. 12.6–12.7. Шкала класифікації розроблена на основі значень інтегрального показника фінансового стану та з урахуванням ймовірності невиконання позичальником взятих зобов'язань.

Залежно від значення інтегрального показника підприємству присвоюється один із п'яти рейтингових класів за рівнем ймовірності дефолту. Рейтинг при цьому розглядається як інструмент фінансової діагностики (оцінки кредитоспроможності) на основі визначення показника ймовірності дефолту (Probability of Default, PD). Термін «дефолт» (англ. *default*) означає невиконання умов кредитних договорів та інших договорів перед контрагентами щодо погашення фінансових зобов'язань. Класи за рівнем фінансового стану слід інтерпретувати у такий спосіб.

Клас 1 — високий рівень спроможності виконувати зобов'язання, найменша ймовірність дефолту.

Клас 2 — достатній рівень спроможності виконувати свої зобов'язання, незначна ймовірність дефолту.

Клас 3 — нижче середнього рівень спроможності виконувати зобов'язання.

Клас 4 — фінансовий стан позичальника є нестабільний і свідчить про наявність ознак неплатоспроможності.

Клас 5 — високий рівень ймовірності дефолту.

Таблиця 12.6

**ІНТЕРПРЕТАЦІЯ ЗНАЧЕНЬ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА ФІНАНСОВОГО СТАНУ
БЕНЕФІЦІАРА (великі та середні підприємства)**

№	Види економічної діяльності	Класи за рівнем фінансового стану позичальника				
		Клас 1	Клас 2	Клас 3	Клас 4	Клас 5
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розд. 01–03)	Більше ніж + 0,81	Від + 0,80 до + 0,35	Від + 0,34 до –0,25	Від –0,26 до –3,2	Менше ніж – 3,2
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів: секція С (розд. 10–12)	Більше ніж + 0,71	Від + 0,7 до 0	Від –0,01 до –0,70	Від –0,71 до –3,4	Менше ніж – 3,5
3	Переробна промисловість: секція С (розд. 13–18, 31–32)	Більше ніж + 0,81	Від + 0,8 до + 0,17	Від +0,16 до –0,5	Від –0,51 до –3,6	Менше ніж –3,7
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розд. 05–09); переробна промисловість: секція С (розд. 19–30, 33); постачання електроенергії, газу: секція D (розд. 35); водопостачання, каналізація: секція Е (розд. 36–39)	Більше ніж + 0,8	Від + 0,79 до + 0,04	Від + 0,03 до –0,75	Від –0,76 до –4,6	Менше ніж – 4,7
5	Будівництво: секція F (розд. 41–43)	Більше ніж + 0,07	Від + 0,06 до –0,4	Від –0,41 до –0,9	Від –0,91 до –3,7	Менше ніж – 3,8
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розд. 45–47); тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розд. 55–56)	Більше ніж + 0,91	Від + 0,9 до + 0,16	Від + 0,15 до –0,6	Від – 0,61 до –4,6	Менше ніж – 4,7
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розд. 49–53); електрозв'язок: секція J (розд. 61)	Більше ніж + 1,01	Від + 1,0 до + 0,35	Від + 0,34 до –0,37	Від – 0,38 до –3,4	Менше ніж – 3,5
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розд. 64–66)	Більше ніж + 1,2	Від + 1,19 до + 0,52	Від + 0,51 до –0,25	Від – 0,26 до –4,1	Менше ніж – 4,2
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розд. 58–60, 62–63); інші операції та послуги: секції L–U (розд. 68–99)	Більше ніж + 0,7	Від + 0,69 до + 0,09	Від + 0,08 до –0,55	Від – 0,56 до –3,2	Менше ніж – 3,3

Таблиця 12.7

**ІНТЕРПРЕТАЦІЯ ЗНАЧЕНЬ ІНТЕГРАЛЬНОГО ПОКАЗНИКА
ФІНАНСОВОГО СТАНУ БЕНЕФІЦІАРА (малі підприємства)**

№ з/п	Види економічної діяльності	Класи за рівнем фінансового стану позичальника				
		Клас 1	Клас 2	Клас 3	Клас 4	Клас 5
1	Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство: секція А (розд. 01–03)	Більше ніж +0,5	Від +0,49 до -0,10	Від -0,11 до -0,75	Від -0,76 до -4,2	Менше ніж -4,2
2	Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів: секція С (розд. 10–12)	Більше ніж +1,4	Від +1,39 до +0,55	Від +0,54 до -0,4	Від -0,41 до -4,10	Менше ніж -4,4
3	Переробна промисловість: секція С (розд. 13–18, 31–32)	Більше ніж +1,11	Від +1,10 до +0,35	Від +0,34 до -0,50	Від -0,51 до -4,10	Менше ніж -4,1
4	Добувна промисловість і розроблення кар'єрів: секція В (розд. 05–09); переробна промисловість: секція С (розд. 19–30, 33); постачання електроенергії, газу: секція D (розд. 35); водопостачання, каналізація: секція Е (розд. 36–39)	Більше ніж +1,25	Від +1,24 до +0,42	Від +0,41 до -0,50	Від -0,51 до -4,90	Менше ніж -4,9
5	Будівництво: секція F (розд. 41–43)	Більше ніж +1,4	Від +1,39 до +0,53	Від +0,52 до -0,35	Від -0,36 до -4,20	Менше ніж -4,2
6	Оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів: секція G (розд. 45–47); тимчасове розміщування й організація харчування: секція I (розд. 55–56)	Більше ніж +0,96	Від +0,95 до +0,20	Від +0,19 до -0,59	Від -0,6 до -5,2	Менше ніж -5,2
7	Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність: секція H (розд. 49–53); електрозв'язок: секція J (розд. 61)	Більше ніж +0,86	Від +0,85 до +0,20	Від +0,19 до -0,50	Від -0,51 до -4,40	Менше ніж -4,4
8	Фінансова та страхова діяльність (крім банків): секція K (розд. 64–66)	Більше ніж +1,51	Від +1,50 до +1,75	Від +0,74 до -0,10	Від -0,11 до -3,4	Менше ніж -3,4
9	Інформація та телекомунікації: секція J (розд. 58–60, 62–63); інші операції та послуги: секції L-U (розд. 68–99)	Більше ніж +0,98	Від +0,97 до +0,23	Від +0,22 до -0,55	Від -0,56 до -4,2	Менше ніж -4,2

У процесі проведення фінансової діагностики ураховуються значення інтегрального показника за останній аналізований період. У разі неможливості здійснення однозначних висновків на основі значення інтегрального показника за останній аналізований період проводиться аналіз звітності за попередні періоди. Висновок формується на основі усередненого значення інтегрального показника фінансового стану за три останні календарні роки.

Описаний емпірично-індуктивний підхід до діагностики фінансового стану підприємства може бути також використаний для аналізу та узагальнення інших індикаторів раннього попередження, зокрема, ринкових, політичних, технологічних, соціальних тощо. З цією метою якісні характеристики окремих груп індикаторів за допомогою експертної системи слід перевести в кількісний вимір. Після чого, застосувавши методологію дискримінантного аналізу, можна розрахувати інтегральні показники в розрізі окремих індикаторів.

12.4. ПЛАН САНАЦІЇ

Важливим критерієм санаційної спроможності, а отже, прийняття рішення про можливість санації боржника (як у судовому порядку, так і до порушення справи про банкрутство) є наявність у нього реалістичного плану фінансового оздоровлення. Розробка плану санації здійснюється, як правило, фінансовими і контролінговими службами підприємства, яке перебуває у фінансовій кризі, представниками потенційного санатора, аудиторськими і консалтинговими фірмами, а також керуючим санацією. Об'єктами планування є фінансові, виробничі та трудові ресурси підприємства, процеси господарської діяльності.

За наявності плану санації, який письмово погоджений усіма забезпеченими кредиторами і схвалений загальними зборами кредиторів боржника, на підприємстві, кредитори якого ще не зверталися з вимогами до господарського суду, може бути введено процедуру санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство. У цьому випадку план санації може передбачати призначення керуючого санацією. Порядок призначення та повноваження керуючого санацією визначаються у плані санації.

Якщо ж до боржника вже порушено справу про банкрутство, то протягом трьох місяців з дня винесення ухвали про санацію боржника керуючий санацією зобов'язаний подати до господарського суду розроблений і схвалений комітетом кредиторів план санації боржника.

Керуючий санацією зобов'язаний попередньо погоджувати план санації державних підприємств або підприємств, у статутному капіталі яких частка державної власності перевищує 50%, з органом, уповноваженим управляти державним майном. Цей орган у 10-денний строк з дня одержання проекту плану санації зобов'язаний його розглянути та надати висновок про погодження або відмову у погодженні плану санації.

У разі наявності інвесторів (санаторів) план санації розробляється за їх участі та підписується інвесторами. При цьому інвестор має право:

- брати участь в обговоренні плану санації;
- брати участь у судових засіданнях під час процедури санації;
- знайомитися з матеріалами справи про банкрутство, бухгалтерськими й статистичними документами боржника;
- оскаржувати судові рішення, прийняті під час процедури санації.

План санації має містити заходи і передбачати строк з відновлення платоспроможності боржника, обов'язково повинен передбачати забезпечення погашення заборгованості боржника з виплати заробітної плати.

План санації може містити умови про виконання зобов'язань боржника третіми особами; відшкодування коштів, витрачених на проведення зборів акціонерів і/або засідань органів управління боржника.

Заходи з відновлення платоспроможності боржника можуть бути такими:

- реструктуризація підприємства;
- перепрофілювання виробництва;
- закриття нерентабельних виробництв;
- відстрочення і/або розстрочення платежів або прощення (списання) частини боргів, про що укладається мирова угода;
- ліквідація дебіторської заборгованості;
- реструктуризація активів;
- продаж частини майна боржника;
- виконання зобов'язань боржника власником майна боржника і його відповідальність за невиконання взятих зобов'язань;
- відчуження майна і погашення зобов'язань боржника шляхом заміщення активів;
- звільнення працівників боржника, які не можуть бути задіяні в процесі виконання плану санації;
- одержання кредиту для виплати вихідної допомоги працівникам, які звільняються за планом санації, що відшкодовується позачергово за рахунок продажу майна боржника;
- інші способи відновлення платоспроможності боржника.

План санації вважається схваленим, якщо він підтриманий на засіданні комітету кредиторів більш як половиною голосів кредиторів — членів комітету кредиторів. Комітет кредиторів може прийняти одне з таких рішень:

- схвалити план санації та подати його до господарського суду;
- відхилити план санації і звернутися до господарського суду з клопотанням про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури;
- відхилити план санації, звернутися до господарського суду з клопотанням про усунення арбітражного керуючого від виконання ним обов'язків та про призначення нового керуючого санацією.

Зазначене рішення має містити дату скликання чергового засідання комітету кредиторів для розгляду нового плану санації.

Схвалений комітетом кредиторів план санації (зміни до нього) і протокол засідання комітету кредиторів про введення процедури санації подаються арбітражним керуючим до господарського суду.

Рішення комітету кредиторів мають бути обґрунтованими, містити викладення обставин і підстав, якими керувалися кредитори під час їх прийняття.

Господарський суд затверджує схвалений та погоджений план санації боржника і виносить ухвалу про затвердження плану санації.

Якщо протягом шести місяців з дня винесення ухвали про санацію до господарського суду не подано плану санації боржника, господарський суд приймає рішення про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури.

Оскільки план санації є одним із основних важелів переконання капіталодавців у необхідності фінансування конкретного об'єкта фінансового оздоровлен-

ня, тобто інструментом зменшення інформаційної асиметрії між підприємством і капіталодавцями, його слід складати у такий спосіб, щоб була забезпечена умова транспарентності діяльності підприємства.

У табл. 12.8 наведено основні позиції Типової форми Плану санації боржника у справі про банкрутство, що затверджена наказом Міністерства юстиції України від 19.06.2013 № 1223/5.

План санації оформляється у вигляді систематизованого переліку взаємопов'язаних і послідовних заходів, що підлягають здійсненню під час провадження у справі про банкрутство з метою запобігання визнанню боржника банкрутом або його ліквідації, що спрямовані на оздоровлення фінансово-господарського становища боржника, а також на задоволення вимог кредиторів, із зазначенням строків здійснення таких заходів, з передбаченням їх очікуваних результатів (наслідків).

Таблиця 12.8

ТИПОВА ФОРМА ПЛАНУ САНАЦІЇ

Розділ	Зміст
I. Вступ (передмова)	Узагальнене викладення мети санації, суті передбачених заходів з відновлення платоспроможності, способів, засобів та очікуваних результатів виконання Плану
II. Загальна інформація щодо справи про банкрутство	Загальна інформація щодо справи про банкрутство (дата порушення справи про банкрутство, номер справи, найменування суду, кредитор, який ініціює справу про банкрутство, інформація про реєстр вимог кредиторів, загальний розмір вимог кредиторів тощо)
III. Загальна характеристика боржника	Реквізити боржника, відомості щодо видів господарської діяльності, статутного капіталу, власників акцій (часток), структурна схема, штатний розпис, перелік дочірніх підприємств, філій, представництв та інших відокремлених структурних підрозділів; відомості про основні види продукції, питома вага кожного виду продукції у загальному обсязі виробництва, у собівартості продукції та у її реалізації; випуск продукції в натуральних одиницях; ціна і загальна характеристика ринків збуту, аналіз конкурентоспроможності та конкурентних переваг підприємства
IV. Аналіз фінансової, господарської, інвестиційної діяльності боржника, його становища на ринках на дату порушення справи про банкрутство	Відомості про фінансову, господарську, інвестиційну діяльність боржника за 3 роки, що передували порушенню провадження у справі про банкрутство, та висновок щодо загальних перспектив санації і подальшої господарської діяльності підприємства. Відомості про фінансову, господарську, інвестиційну діяльність боржника включають: <ul style="list-style-type: none"> — оцінку фінансового стану підприємства; — аналіз факторів, що призвели до неплатоспроможності; — визначення можливості санації підприємства; — аналіз структури активів, власних оборотних засобів, структури дебіторської та кредиторської заборгованості; — аналіз прибутковості підприємства; — структуру довгострокових та поточних фінансових інвестицій; — відомості про майно (майнові права боржника) згідно з результатами інвентаризації

Закінчення табл. 12.8

Розділ	Зміст
V. Заходи з відновлення платоспроможності	<p>Інформація щодо черговості, строків виконання заходів, відомості про плани щодо:</p> <ul style="list-style-type: none"> • реструктуризації чи перепрофілювання підприємства; • закриття нерентабельних виробництв; • відстрочення і/або розстрочення платежів або прощення (списання) частини боргів; • ліквідації дебіторської заборгованості; реструктуризації чи продажу активів; • виконання зобов'язань боржника власником майна боржника; • збільшення статутного капіталу боржника; • відчуження у процедурі санації майна боржника шляхом заміщення активів; • звільнення працівників боржника; одержання кредиту для виплати вихідної допомоги працівникам боржника, які звільнюються; • залучення інвесторів, умови їх участі у відновленні платоспроможності боржника; • інших заходів, що вживатимуться з метою відновлення платоспроможності боржника (передачу житлового фонду та соціально-культурних об'єктів до комунальної власності чи до сфери управління уповноважених органів управління тощо). <p>Кількість заходів Плану санації визначається його розробником з урахуванням фінансово-господарського стану боржника</p>
VI. Погашення вимог кредиторів	<p>Наводиться інформація про погашення вимог кредиторів з урахуванням черговості, визначеної законодавством, строки, графік та обсяги погашення кредиторської заборгованості боржника із зазначенням джерел</p>
VII. Заходи із забезпечення державної таємниці	<p>У разі провадження боржником діяльності, пов'язаної з державною таємницею</p>
VIII. Прогноз соціально-економічних наслідків санації	<p>Прогноз економічних результатів на період виконання Плану санації та за результатами його виконання (відомості про обсяги виробництва й реалізації продукції, структуру й співвідношення доходів та витрат, планові фінансові показники діяльності боржника)</p>
IX. Прикінцеві положення	<p>Зазначається порядок внесення змін, доповнень, викладення у нових редакціях Планів санації</p>

Контроль за реалізацією плану санації. Основна мета контролю за ходом реалізації плану санації полягає в контролі за тим, щоб не були перевищені узгоджені параметри санаційних ризиків для капіталодавців. Завдяки цьому, з одного боку, забезпечуються передбачені фінансовим бюджетом грошові надходження на користь капіталодавців за визначеного рівня ризику та згідно з графіком; і з другого — виникають витрати контролю.

Причому чим інтенсивнішими є заходи, що застосовуються з метою контролю за ходом реалізації плану санації, тим більші витрати виникають у принци-

пала (капіталодавця), що зрештою може зменшити привабливість плану фінансового оздоровлення.

У цьому контексті слід підкреслити, що в ході реалізації плану санації (як у судовому порядку, так і до порушення справи про банкрутство) важливу роль відіграє *оперативний санаційний контролінг*, який за допомогою методичного і функціонального інструментарію координує діяльність різних підрозділів, здійснює контроль за якістю реалізації запланованих заходів, проводить аналіз відхилень, ідентифікує та нейтралізує ризики, а також виявляє додаткові шанси та можливості. Результати діяльності санаційного контролінгу оформляються у вигляді рапортів, в яких містяться пропозиції щодо корекції планів і/або діяльності підприємства.

Мета санації вважається досягнутою, якщо за допомогою зовнішніх та внутрішніх фінансових джерел, проведення організаційних та виробничо-технічних удосконалень підприємство виходить з кризи (нормалізує виробничу діяльність та уникає оголошення банкрутом з подальшою ліквідацією) і забезпечує свою прибутковість та конкурентоспроможність у довгостроковому періоді.

12.5. ФІНАНСОВА САНАЦІЯ ТА РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ В АНТИКРИЗОВОМУ УПРАВЛІННІ ПІДПРИЄМСТВОМ

Одним із важливих інструментів антикризового управління фінансами, засобом подолання фінансової кризи і запобігання банкрутству підприємства є санація.

У широкому розумінні **санація** — це сукупність усіх можливих заходів, спрямованих на фінансове оздоровлення суб'єкта господарювання; включає систему фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових та соціальних заходів, спрямованих на досягнення чи відновлення платоспроможності, ліквідності, прибутковості та конкурентоспроможності підприємства-боржника в довгостроковому періоді.

У вузькому розумінні, поняття «**санація підприємства**» охоплює сукупність заходів фінансово-економічного характеру, які відображають фінансові відносини, що виникають у процесі мобілізації та використання внутрішніх і зовнішніх фінансових джерел оздоровлення підприємств.

Мета фінансової санації — покриття поточних збитків та усунення причин їх виникнення, поновлення чи збереження ліквідності і платоспроможності підприємств, скорочення всіх видів заборгованості, поліпшення структури капіталу та мобілізація фінансових ресурсів, необхідних для проведення санаційних заходів виробничо-технічного та організаційного характеру.

Джерелами фінансування санації можуть бути кошти, залучені на умовах позики чи на умовах власності; на поворотній або безповоротній основі.

Якість антикризового менеджменту значною мірою визначається своєчасністю та обґрунтованістю рішення про санацію. Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» передбачено, що рішення про фінансову санацію підприємства може прийматися:

1) **до порушення справи про банкрутство.** У такому разі санація боржника — це система заходів з відновлення платоспроможності боржника, яка може здійснюватися з ініціативи засновників (учасників, акціонерів), власників майна (органу, уповноваженого управляти майном), кредиторів боржника, інших осіб з метою запобігання банкрутству підприємства шляхом вжиття оздоровчих заходів, коли існує загроза неплатоспроможності та оголошення підприємства банкрутом у недалекому майбутньому.

Ці заходи стосуються реорганізаційних, організаційно-господарських, управлінських, інвестиційних, технічних, фінансово-економічних, правових питань і провадяться згідно з чинним законодавством до початку порушення справи про банкрутство.

У рамках санації *до порушення справи про банкрутство* власником майна боржника, його кредиторами, іншими особами в межах заходів із запобігання банкрутству підприємства може бути надана фінансова допомога в розмірі, достатньому для погашення зобов'язань боржника перед кредиторами, у тому числі зобов'язань щодо сплати податків і зборів (обов'язкових платежів) і відновлення платоспроможності боржника. Надання фінансової допомоги боржнику зобов'язує його взяти на себе відповідні зобов'язання перед особами, які надали таку допомогу в порядку, встановленому законом.

Ініціювати процедуру санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство мають право боржник або кредитор. Процедуру санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство може бути введено за наявності:

- відповідної письмової згоди власника майна боржника;
- письмової згоди кредиторів, загальна сума вимог яких перевищує п'ятдесят відсотків кредиторської заборгованості боржника згідно з даними його бухгалтерського обліку;
- плану санації, який повинен бути письмово погоджений усіма забезпеченими кредиторами та схвалений загальними зборами кредиторів боржника. План санації може передбачати призначення керуючого санацією, порядок призначення та повноваження якого визначаються у цьому плані.

Строк дії процедури санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство не може перевищувати 12 місяців з дня затвердження судом плану санації.

2) **у рамках судових процедур**, які застосовуються до боржника після порушення справи про банкрутство. У цьому разі під санацією розуміють систему заходів, що здійснюються під час провадження у справі про банкрутство з метою запобігання визнанню боржника банкрутом та його ліквідації, спрямовану на оздоровлення фінансово-господарського становища боржника, а також задоволення в повному обсязі або частково вимог кредиторів шляхом реструктуризації підприємства, боргів і активів та/або зміни організаційно-правової та виробничої структури боржника.

Керуючий санацією боржника призначається господарським судом із числа арбітражних керуючих. Керуючий санацією відповідно до рішення господарського суду організовує здійснення процедури санації боржника.

Ухвала господарського суду про введення процедури санації та призначення керуючого санацією набирає чинності з дня її винесення.

Господарський суд за клопотанням комітету кредиторів виносить ухвалу про введення процедури санації строком на шість місяців. За вмотивованим клопотанням керівника санації чи комітету кредиторів цей строк може бути продовжено господарським судом, але не більше, ніж на 12 місяців.

Одним зі специфічних напрямів антикризового менеджменту, інструментом фінансового оздоровлення є реструктуризація підприємства. Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом», іншими нормативно-правовими документами передбачено використання реструктуризації як ефективного засобу відновлення конкурентоспроможності підприємства.

Реструктуризація підприємства — це здійснення організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на реорганізацію підприємства, зокрема шляхом його поділу з переходом боргових зобов'язань до юридичної особи, що не підлягає санації, на зміну форми власності, управління, організаційно-правової форми, що сприятиме фінансовому оздоровленню підприємства, підвищенню ефективності виробництва, збільшенню обсягів випуску конкурентоспроможної продукції та повному або частковому задоволенню вимог кредиторів.

«Реструктуризація» є вужчим поняттям, ніж «санація». Як впливає із наведеного визначення, реструктуризація включає заходи з адаптації (приведення у відповідність) виробництва, системи управління та організаційної структури, бізнес-процесів тощо до вимог стратегії відновлення прибутковості та конкурентоспроможності підприємства. На відміну від цього, поняття «санація» охоплює також і заходи фінансового характеру, спрямовані переважно на вирішення проблеми фінансового забезпечення підприємства.

Реструктуризацію доцільно розпочинати на ранніх стадіях кризи, вона спрямована переважно на подолання причин стратегічної кризи та кризи прибутковості. Меншою мірою реструктуризація сприяє вирішенню проблеми платоспроможності підприємства.

У сучасних концепціях реструктуризації підприємств переважає *реінжиніринговий підхід*, який передбачає системне моделювання й оптимізацію ресурсних та інформаційних потоків, у результаті чого спрощується організаційна структура, мінімізуються матеріальні, фінансові та трудові затрати.

У літературних джерелах, присвячених дослідженню реструктуризації підприємств, залежно від характеру заходів, які застосовуються, виділяють такі форми реструктуризації:

- реструктуризація управління підприємством;
- реструктуризація виробництва;
- реструктуризація активів;
- фінансова реструктуризація пасивів;
- корпоративна реструктуризація (реорганізація).

Реструктуризація управління спрямована на якісне оновлення управлінського персоналу, упровадження нових, прогресивних форм та методів управлін-

ня, зміну керівництва підприємства, передбачає внесення змін в організаційній та в управлінській сферах підприємства для підвищення його конкурентоспроможності.

Необхідність реструктуризації управління зумовлена зміною стратегії розвитку підприємства, що, як правило, є характерним у разі переходу суб'єкта господарювання на режим антикризового управління. Відповідні зміни в стратегії потребують адаптації до них системи управління та організаційної структури підприємства. Характер зміни структури підприємства у разі застосування різних типів антикризової стратегії наведено на рис. 12.3.

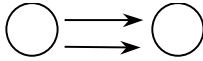

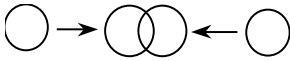

Тип антикризової стратегії	Зміст стратегії	Організаційна структура
Наступальна стратегія 	Активне використання наявного потенціалу, розширення діяльності та ринків збуту продукції	Швидка зміна структури
Стратегія делегування  (допомога)	У зв'язку з неможливістю вирішення конфлікту власними силами підприємство прагне отримати субвенції та іншу допомогу	Структура змінюється в міру необхідності
Компроміс, консенсус 	З метою вирішення конфлікту, підприємство прагне скооперуватися з іншим (стратегія jiu-jitsu або tai-chi)	Структура змінюється згідно з домовленістю між партнерами
Захисна стратегія (втеча) 	Підприємство йде з ринку і згортає діяльність: скорочення продуктів — скорочення функцій	Структура не змінюється або спрощується

Рис. 12.3. Антикризова стратегія та структура підприємства

До типових антикризових заходів у рамках реструктуризації управління підприємством можна віднести такі:

- зміна керівництва підприємства;
- зміна типу (оптимізація) організаційної структури, яка запроваджена на підприємстві, наприклад, цілі зменшення адміністративних витрат можна досягти в результаті переходу від дивізійної структури управління до функціональної;
- впровадження нових, прогресивних форм та методів управління, у тому числі запровадження дієвого контролінгу;
- «ревізія функцій» і розробка нового положення про організаційну структуру;
- скорочення чисельності адмінперсоналу в результаті скорочення чи перерозподілу функціональних обов'язків;
- заходи з підвищення ефективності маркетингу;
- ліквідація окремих підрозділів;

— горизонтальне і вертикальне об'єднання функцій.

Заходи з реструктуризації управління підприємством повинні впроваджуватися на плановій основі і лише після моделювання відповідних організаційних змін та аналізу можливих сценаріїв. Перш ніж планувати майбутню структуру управління, слід проаналізувати основні елементи, переваги та недоліки існуючої. Усі витрати, пов'язані з реструктуризацією управління, покриваються, як правило, за рахунок внутрішніх фінансових джерел.

Реструктуризація виробництва передбачає внесення змін до виробничо-господарської сфери підприємства з метою підвищення його рентабельності та конкурентоспроможності. Йдеться насамперед про такі заходи:

- модернізація, оновлення виробничих засобів;
- диверсифікація асортименту продукції, покращення її якості;
- зменшення витрат на виробництво;
- скорочення чисельності персоналу, зайнятого на виробництві.

Реструктуризація пасивів пов'язана зі зміною структури та розмірів власного та позичкового капіталу підприємства. До основних заходів у рамках фінансової реструктуризації можна віднести такі:

- реструктуризація заборгованості перед кредиторами;
- списання заборгованості;
- одержання додаткових кредитів;
- збільшення статутного капіталу;
- обмін боргових зобов'язань на корпоративні права.

Зазначимо, що фінансова реструктуризація пасивів повинна в обов'язковому порядку супроводжуватися реструктуризацією виробництва, в противному разі заходи щодо покращення ситуації з фінансування можуть лише відстрочити ліквідацію підприємства на більш пізній період.

Реструктуризація активів передбачає такі заходи:

- продаж частини основних засобів (зайвого чи застарілого обладнання);
- продаж окремих (непрофільних або низькорентабельних) підрозділів підприємства;
- продаж надлишкових запасів сировини і матеріалів тощо;
- лізинг;
- реалізація окремих видів фінансових вкладень;
- зворотний лізинг;
- рефінансування дебіторської заборгованості.

Найбільш складним видом реструктуризації є корпоративна реструктуризація. **Корпоративна реструктуризація** пов'язана з реорганізацією підприємства, її наслідком є повна або часткова зміна власника статутного капіталу, створення нових юридичних осіб та/або нової організаційно-правової форми організації бізнесу.

Реорганізація — це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства декількох, наслідком чого є передання, прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступникам.

Отже, реорганізація підприємства є одним із напрямів його реструктуризації. Рішення про реорганізацію підприємств слід розглядати в контексті стратегічного менеджменту. Серед основних стратегічних причин реорганізації, здебільшого, виділяють такі:

- суттєве розширення діяльності підприємства, його розмірів або, навпаки, згортання діяльності; необхідність зміни повноти відповідальності власників за зобов'язаннями підприємства;
- диверсифікація діяльності; податкові мотиви;
- необхідність збільшення власного капіталу (для покриття потреби в капіталі та підвищення рівня кредитоспроможності);
- необхідність залучення інвестора для фінансування санації підприємства.

Зрозуміло, що причини і мотиви, які спонукають власників та керівництво підприємства до прийняття рішення про реорганізацію, визначають і форму майбутньої реорганізації.

За формальними ознаками розрізняють такі три напрями реорганізації.

• *Реорганізація, спрямована на укрупнення підприємства*, — як специфічна форма фінансування, в санаційних цілях застосовується, коли підприємство-боржник не в змозі розрахуватися зі своїми боргами і змушене в судовому чи в досудовому порядку залучати санатора, який погасив би або взяв на себе заборгованість. Цей вид санаційної концепції передбачає втрату боржником свого колишнього юридичного статусу в результаті злиття, приєднання, чи поглинання (аквізиції).

• *Реорганізація, спрямована на подрібнення підприємства (поділ, виділ)*. У санаційних цілях застосовується, якщо в підприємства, поряд із прибутковими секторами діяльності є значна кількість виробництв, які є збитковими. Метою розукрупнення при цьому є виділення підрозділів, які є санаційноспроможними з тим, щоб провести їх фінансове оздоровлення, в тому числі шляхом приватизації. Структурні ж підрозділи, які не підлягають санації, залишаються в організаційній структурі підприємства, яке з часом оголошується банкрутом. Крім того, концепція розукрупнення є виправданою для підприємств із високим рівнем диверсифікації сфер діяльності. Якщо до таких підприємств проявляють інтерес кілька інвесторів, що цікавляться різними ділянками виробництва, то в результаті розукрупнення кожен з інвесторів може вкласти кошти в ту сферу, яка його найбільш приваблює, не обтяжуючи себе при цьому непрофільними виробничими структурами.

• *Реорганізація без змін розмірів підприємства (перетворення)*. Застосовується з метою приведення у відповідність правової форми організації господарської діяльності до внутрішніх та зовнішніх умов ведення бізнесу, що змінюються. У тому числі з метою розширення можливостей фінансування, в рамках реалізації політики реструктуризації управління тощо.

Основним документом, який визначає права й обов'язки сторін у ході реорганізації і має забезпечувати оперативне її проведення та безперебійну роботу підприємств, є *угода про умови проведення реорганізації (чи план реорганізації)*. Результуючим документом, який складається під час реорганізації підприємств, є передавальний або роздільний баланс. Передавальний баланс складається у разі злиття чи приєднання підприємств, а роздільний — при поділі чи виділі.

У разі реорганізації підприємства слід враховувати ряд законодавчих обмежень і вимог, а саме: порядок державної реєстрації (перереєстрації) та ліквідації суб'єктів господарювання; вимоги антимонопольного законодавства, щодо захисту інтересів кредиторів підприємства, його власників, персоналу тощо; порядок емісії акцій (у разі реорганізації АТ); можливі екологічні, демографічні та інші наслідки.

Необхідною передумовою прийняття рішення великими компаніями щодо поглинання інших підприємств (операції типу Mergers&Acquisition) є Due Diligence.

Due Diligence набуло широкого використання серед фінансових менеджерів, аналітиків, юридичних консультантів починаючи з другої половини 1990-х років для комплексного аналітичного супроводження операцій з реорганізації, Mergers&Acquisition (M&A), антикризового управління.

В економічному розумінні **Due Diligence** — це глибокий і комплексний аналіз усіх аспектів фінансово-господарської діяльності підприємства: організаційних, правових, фінансових, маркетингових, податкових, політичних, ринкових, технологічних і т. п.

Необхідність проведення Due Diligence виникає у випадках: прийняття рішення про допуск цінних паперів до котирування на біржі (IPO); у разі залучення власного капіталу підприємствами, корпоративні права яких не мають обігу на ринку (PrivateEquity); у процесі реорганізації, здійснення операцій типу Mergers&Acquisition, санації підприємств.

Місце Due Diligence у процесі здійснення трансакції (реорганізація, придбання контрольного пакету корпоративних прав) наведено на рис. 12.4.

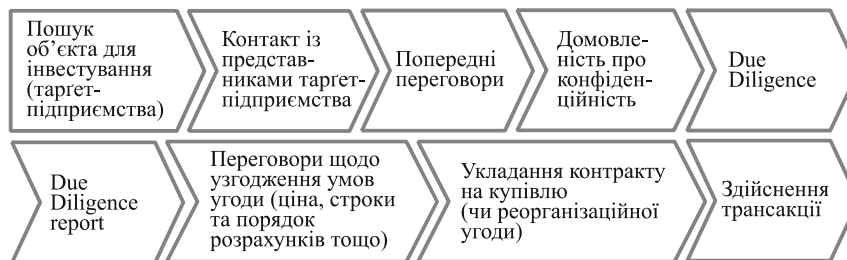


Рис. 12.4. Місце Due Diligence у процесі прийняття рішення про здійснення операції реорганізації (придбання) підприємства

Головна мета Due Diligence — мінімізація ризиків інвесторів при здійсненні операцій M&A на основі аналізу шансів і ризиків, пов'язаних з відповідними інвестиціями. У разі виявлення істотних ризиків вартість об'єкта інвестування суттєво зменшується.

Якщо продавці не готові до адекватного зменшення ціни підприємства, за результатами Due Diligence може бути прийняте рішення щодо припинення переговорів про придбання (чи реорганізацію). У процесі Due Diligence мають бути виявлені **Deal Breakers** (підвищені небезпеки) — обставини, що характери-

зують високий рівень ризику вкладень у підприємство, за неможливості усунення яких слід відмовитися від трансакції.

До типових прикладів Deal Breaker можна віднести такі обставини: наведені в бізнес-плані великі клієнти підприємства до таких не належать; занижені значення потреби в капіталі для реалізації запланованих антикризових заходів; наявність незавершених судових процедур, у яких задіяне підприємство — об'єкт інвестування; не вирішені конфлікти навколо прав власності; відсутність ліцензій (інших прав) на здійснення діяльності, передбаченої в бізнес-планах; невідповідність технологій вимогам природоохоронного законодавства.

Одне із важливих завдань Due Diligence полягає в об'єктивному визначенні реальної вартості підприємства, яке є об'єктом аналізу (ціни таргет-підприємства). На основі одержаної інформації приймаються рішення про доцільність здійснення придбання чи реорганізації підприємства, розраховуються пропорції обміну корпоративних прав, розробляються заходи з ризик-менеджменту.

Якщо реорганізація (поглинання) здійснюється в рамках фінансової санації підприємства, то Due Diligence проводиться під час санаційного аудиту. Зміст Due Diligence у розрізі окремих напрямів аналітичної роботи характеризує табл. 12.9.

Таблиця 12.9

СТРУКТУРА І ЗМІСТ DUE DILIGENCE

Елементи Due Diligence	Зміст
Financial Due Diligence	Концентрація на перевірці фінансової діяльності та бухгалтерського обліку підприємства. Аналізу підлягають ключові позиції звітності, планових та бюджетних розрахунків. Особлива увага при цьому звертається на Value Drivers (фактори вартості), такі як ставка дисконтування, прогнози реалізації, звітні і прогнозовані показники CF, чистого прибутку тощо. Отримана аналітична інформація слугить основою для оцінки вартості підприємства, що є базою для переговорів стосовно купівельної ціни об'єкта Due Diligence
Legal Due Diligence	Аналізуються найбільш істотні правові аспекти фінансово-господарської діяльності підприємства. Вивчаються питання, пов'язані з відповідністю діяльності антимонопольному законодавству, вимогам до ліцензування окремих видів діяльності, з ризиками відповідальності, виконанням договірних зобов'язань, інші юридичні аспекти
Tax Due Diligence	Перевірці підлягають усі податкові аспекти здійснення запланованої трансакції. Аналізуються також податкові декларації, розрахунки та інші документи, що характеризують фактичні та планові платежі підприємства щодо загальнодержавних та місцевих податків і зборів. Оцінюється вплив на податкове навантаження інвестора можливої операції M&A чи реорганізації
Commercial Due Diligence	У процесі перевірки комерційної сфери аналізу підлягають ринкові та технологічні фактори діяльності підприємства, зокрема, проводяться галузевий аналіз, оцінювання ситуації підприємства на ринку, продуктовий аналіз та оцінювання наявних технологій

Закінчення табл. 12.9

Елементи Due Diligence	Зміст
Organisation & Human Resources Due Diligence	Оцінюється якість менеджменту і персоналу, культура бізнес-процесів і управлінська культура, організаційна структура та можливості її удосконалення, системи мотивації персоналу та підвищення кваліфікації тощо
Environmental Due Diligence	Перевіряються всі екологічні питання, вплив діяльності підприємства на навколишнє середовище, шкідливі викиди, наявні та можливі штрафи, тенденції щодо змін законодавства у цій сфері
Political Due Diligence	Аналізу підлягають політичні ризики, пов'язані як з діяльністю таргет-підприємства, так і політичні ризики, які загрожують здійсненню відповідної трансакції

Визначені в табл. 12.9 напрями Due Diligence не слід розглядати автономно, оскільки вони тісно переплітаються і є елементами цілісної системи. Due Diligence забезпечує аналітичну підтримку та супроводження всіх стадій операції реорганізації (чи придбання): як до укладання реорганізаційної угоди, так і після неї.

Користувачем звіту (репорту) за результатами Due Diligence є потенційний покупець підприємства (чи інвестор, санатор). Звіт має містити відповіді на питання:

— наскільки планові інвестиції в таргет-підприємство відповідають стратегічним цілям інвестора?

— чи існують Deal Breakers і можливості їх усунення до чи після трансакції?

— якими мають бути оптимальні умови угоди (ціна, терміни, форми та умови розрахунків тощо)?

Неякісний Due Diligence може мати катастрофічні наслідки як для таргет-підприємства, так і для інвестора.

Due Diligence є важливою складовою корпоративного управління (Corporate Governance), оскільки забезпечує інформаційну транспарентність операцій реорганізації (M&A) і сприяє захисту інтересів власників корпоративних прав.

12.6. ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ АНТИКРИЗОВОГО ФІНАНСОВОГО УПРАВЛІННЯ

Ефективність антикризового управління забезпечується заходами, які покладені в його основу і повинні дати очікувані результати в організації та управлінні, зростанні обсягів виробництва, поліпшенні фінансового стану підприємства. Основним немонетарним критерієм ефективності можна вважати рівень досягнення головної мети антикризового управління. Ця мета може різнитися залежно від ініціаторів антикризових заходів. Для власників і персоналу — це запобігання банкрутству і забезпечення фінансового оздоровлення підприємства у довгостроковому періоді; для кредиторів — повернення заборгованості.

На практиці доцільно розраховувати прогнозовану ефективність і фактичну. Прогнозована ефективність антикризових заходів визначається у разі складання та експертизи планів санації (реструктуризації), під час прийняття рішення про санаційну спроможність підприємства. У разі складання антикризовим менеджментом звітів про проведену роботу, відповідні фактичні показники слугуватимуть критерієм оцінювання ефективності менеджменту і визначення величини їх винагороди.

Основними монетарними критеріями оцінки ефективності антикризового фінансового управління на практиці є показники, відображені в табл. 12.10.

Таблиця 12.10

КРИТЕРІЇ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ АНТИКРИЗОВИХ ЗАХОДІВ

Методичний підхід	Коментар
Зіставлення показників фінансового стану до і після реалізації антикризових заходів	Розраховуються показники прибутковості (рентабельності); ліквідності та платоспроможності; структури капіталу; майнового стану; ділової активності. З кожної групи доцільно вибрати один, найбільш виразний показник. Порівнюються фактичні та прогнозовані показники
Розрахунок показника ефективності антикризових заходів E	Показник розраховується за алгоритмом: $E = \text{додатковий прибуток} / \text{обсяг вкладень на антикризові заходи}$. Додатковий прибуток є різницею між фінансовими результатами після і до здійснення санації
Розрахунок періоду окупності вкладень на антикризові заходи (Payback метод)	$PB = \text{обсяг вкладень} / \text{додатковий Cash-flow}$. Додатковий CF визначається як сума додаткової амортизації та додаткового прибутку, отриманих в результаті санації.
Розрахунок інтегрального показника (ІІ) фінансового стану	Обирається модель інтегральної оцінки в залежності від виду економічної діяльності підприємства. Порівнюються значення ІІ фінансового стану до, протягом і після впровадження антикризових заходів
Розрахунок показників доданої вартості (EVA і CVA)	Економічна додана вартість EVA: $EVA_t = NOPAT_t - (WACC_s \times IK_t)$; додана вартість чистого грошового потоку: $CVA_t = BCF_t - A_t - WACC_s \times BI_t$ Ефективність забезпечується у разі додатного значення показників
Метод дисконтування Cash-flow (DCF)	Передбачає дисконтування очікуваних грошових потоків та порівняння їх з обсягом початкових інвестицій. У разі від'ємного значення NPV інвестиції в антикризові заходи є недоцільними
Порівняння вартості підприємства до і після санації	Залежно від наявної інформаційної бази можна використовувати різні методи оцінки: — за ліквідаційною вартістю; — метод дисконтування Cash чи EVA; — метод зіставлення мультиплікаторів чи порівняння продажів

Рівень ефективності антикризового фінансового управління визначається на основі зіставлення (порівняння) значень окремих показників до і після впровадження антикризових заходів: показників фінансової діагностики, інтегрального показника фінансового стану.

Прогнозовані показники ефективності доцільно розраховувати під час моделювання доцільності реалізації різних антикризових заходів. Наприклад, під час обґрунтування переваг, які може отримати підприємство в результаті зміни організаційно-правової форми, відокремлення певних структурних підрозділів у нові самостійні суб'єкти підприємницької діяльності, зміни структури управління, диверсифікації діяльності, введення в дію нових видів обладнання, згорання діяльності, скорочення персоналу.

Якщо за основу брати *критерій прибутковості*, то ефективність санації Е можна визначити за такою формулою:

$$E = \frac{\text{Прогнозований обсяг додаткового прибутку}}{\text{Розмір вкладень на проведення санації}}. \quad (12.2)$$

Результати антикризового фінансового управління (крім подолання неплатоспроможності та відновлення конкурентоспроможності) можна оцінити через додатковий прибуток підприємства (різницю між сумою прибутків після санації і розміром прибутків, чи збитків до її проведення). Для більш об'єктивної оцінки ефективності прогнозований обсяг прибутку приводиться до теперішньої вартості. Вкладення в проведення санації можна розглядати як капіталовкладення санатора (інвестора) в підприємство, що перебуває у фінансовій кризі, з метою одержання прибутку (в абсолютній чи відносній формі). Показник ефективності санації має бути вищим, ніж витрати на капітал, що залучається для здійснення антикризових заходів.

Критерієм ефективності антикризового управління може бути також *додаткова вартість* (абсолютний приріст вартості підприємства), *створена в результаті застосування антикризових заходів*. Розраховується додаткова вартість як різниця між потенційною вартістю підприємства (після проведення санації) і його ліквідаційною вартістю до санації (реструктуризації).

Потенційна вартість визначається на основі приведених до теперішньої вартості майбутніх грошових потоків, зменшених на суму додатково залученого власного та позичкового капіталу. Даний метод оцінювання ефективності санації базується на дисконтуванні майбутнього Cash-Flow.

Оскільки додаткова вартість може визначатися як різниця між вартістю підприємства після санації (за вирахуванням суми знову залученого капіталу) і його ліквідаційною вартістю, зіставлення даних величин відіграє вирішальну роль у процесі прийняття кредиторами рішення про акцептування плану санації чи ліквідації підприємства. Ця вартість підприємства береться до уваги також інвесторами, які можуть взяти участь у фінансуванні санації на умовах пайової участі.

Зазначимо, що ефективність антикризового управління, стабільна ліквідність, платоспроможність та прибутковість буде забезпечена в тому разі, якщо

фінансово-господарська діяльність на підприємстві буде організована у такий спосіб, щоб операційна, інвестиційна та фінансова діяльність здійснювалися з урахуванням вимог антикризової фінансової політики.

РЕЗЮМЕ ДО РОЗДІЛУ 12

Розвиток теоретичних засад і практики антикризового фінансового управління здійснюється відповідно до змін в умовах економічної діяльності підприємств. Суб'єкти підприємництва здійснюють фінансово-господарську діяльність, перманентно перебуваючи під впливом несприятливих внутрішніх і зовнішніх чинників. За ігнорування специфічних методів і прийомів антикризового управління фінансами підприємствам загрожує настання фінансової кризи та банкрутство.

Антикризове фінансове управління підприємством слід розглядати в двох аспектах: як комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи, і як систему управління фінансами, спрямовану на виведення підприємства з кризи, у тому числі на основі проведення санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання.

Отже, антикризове управління фінансами — це особливий режим виконання функцій фінансового менеджменту, який полягає в організації фінансової роботи на підприємстві з урахуванням необхідності профілактики та нейтралізації фінансової кризи.

Головне завдання антикризового фінансового менеджменту полягає в ефективному використанні фінансового механізму з метою запобігання банкрутству та забезпечення фінансового оздоровлення підприємства.

Одним із ключових інструментів антикризового управління є санація. Критерієм прийняття рішення про санацію чи ліквідацію є санаційна спроможність підприємства. Для підтвердження санаційної спроможності проводиться санаційний аудит. Успішне подолання фінансової кризи на підприємстві визначається наявністю реального плану антикризових заходів та фінансовим забезпеченням антикризового управління.

Ефективність антикризового фінансового управління може бути оцінена шляхом зіставлення показників фінансового стану та вартості до і після реалізації антикризових заходів.

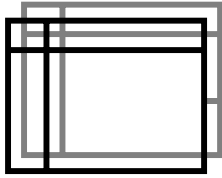
ПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

- 1. Розкрийте сутність, функціональні і методологічні особливості антикризового фінансового управління підприємством.*
- 2. Назвіть законодавчі акти і нормативно-правові документи, якими регламентовано порядок проведення санації та упровадження антикризових заходів на вітчизняних підприємствах.*

3. Які інституції та особи можуть виконувати функції антикризового менеджменту на підприємстві?
4. Опишіть функції та повноваження арбітражного керуючого (розпорядника майна, керуючого санацією, ліквідатора) у процесі провадження справи про банкрутство.
5. Охарактеризуйте методичні підходи до діагностики банкрутства підприємств.
6. Назвіть основні складові плану санації підприємств.
7. Охарактеризуйте зміст інтегральної діагностики банкрутства підприємств.
8. Розкрийте сутність фінансової санації як інструменту антикризового фінансового управління підприємством.
9. У чому полягає зміст реструктуризації підприємства? Яке місце посідає реструктуризація в антикризовому управлінні підприємством?
10. Назвіть форми реструктуризації підприємств. У чому полягає їх зміст?
11. Які напрями реорганізації підприємства Ви знаєте?
12. Визначте мету, завдання та характерні риси санаційного аудиту.
13. Яке місце посідає оцінка санаційної спроможності при прийнятті рішення щодо санації чи ліквідації підприємства? Назвіть передумови та економічні критерії санаційної спроможності підприємства.
14. Опишіть структуру плану антикризових заходів.
15. Розкрийте критерії оцінювання ефективності антикризового фінансового управління.

ЛІТЕРАТУРА

1. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 14.05.1992 №2343-ХІІ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>
2. Порядок проведення оцінки фінансового стану потенційного бенефіціара інвестиційного проекту, реалізація якого передбачається на умовах фінансової самоокупності, а також визначення виду забезпечення для обслуговування та погашення позики, наданої за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій, обслуговування якої здійснюватиметься за рахунок коштів бенефіціара: наказ Міністерства фінансів України № 616, затверджено 14.07.2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>
3. Про затвердження Типової форми плану санації боржника у справі про банкрутство, Типової форми мирової угоди у справі про банкрутство та вимог щодо їх розроблення: наказ Міністерства юстиції України № 1223/5, затверджено 19.06.2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>
4. *Терещенко О. О.* Антикризове фінансове управління на підприємстві: монографія / О. О. Терещенко. — Вид. 2-ге, без змін. — К.: КНЕУ, 2006. — 270 с.
5. *Терещенко О. О.* Управління фінансовою санацією підприємств: підручник / О. О. Терещенко. — Вид. 2-ге, без змін. — К.: КНЕУ, 2009. — 550 с.
6. *Островська О. А.* Управління фінансовою санацією підприємств у схемах і таблицях: навч. посібник / О. А. Островська, О. О. Терещенко, О. Б. Соколова. — К.: КНЕУ, 2014. — 217 с.
7. Фінанси підприємств: проблеми та перспективи: монографія // Антикризове управління підприємством в умовах ринку; [за наук. ред. д.е.н., проф. М. Д. Білик]: у 3-х т. — Т. 3. — К.: ТОВ «ПанТот», 2013. — 338 с.



Глосарій

- ABC-аналіз** — метод, який дозволяє класифікувати бізнес-ресурси фірми залежно від їхньої значущості. В основі класифікації лежить принцип Парето. Стосовно ABC-аналізу правило Парето виглядає таким чином: надійний контроль 20 % позицій дозволяє на 80 % контролювати систему. У бізнесі принцип ABC-аналізу і принцип Парето використовуються найчастіше у логістиці для управління товарними запасами: щодо запасів сировини, комплектуючих, постачальників, клієнтів та ін. Зокрема, здійснивши ранжування запасів підприємства за значимістю, ми можемо визначити категорію А (10 % запасів, вартість яких становить 70 % усіх видатків), категорію В (20 % запасів, які становлять 20 % загальних видатків) і категорію С (решту запасів, до яких входять до 70 % номенклатури, які займають, десь близько 10 % усіх витрат). Таким чином, фінансовий менеджер повинен сконцентрувати увагу на управлінні запасами категорії А, контроль запасів групи В може бути періодичним, щодо категорії С — ще рідшим.
- CVP-аналіз** (costs, value&profitsanalysis) — функціонально-організаційна форма оптимізації абсолютної величини та структури витрат підприємства, що являє собою дослідження параметрів формування операційного прибутку суб'єкта господарювання як результату взаємодії вхідних грошових потоків (виручки від реалізації) та вихідних грошових потоків (фінансування витрат у розрізі умовно-постійних та умовно-змінних витрат).
- EBIT** (EarningsbeforeInterestsandTax) — величина операційного прибутку суб'єкта господарювання до їм виплати процентів (обслуговування позиченого капіталу) і погашення податкових зобов'язань з податку на прибуток.
- EBITDA** (Earnings Before Interests Tax, Deprecation And Amortization) — величина операційного прибутку суб'єкта господарювання до виплати останнім амортизаційних відрахувань, процентів (обслуговування позиченого капіталу), погашення податкових зобов'язань з податку на прибуток.
- EVA** (економічна додана вартість) — величина чистого прибутку, яка може бути розділена між акціонерами після сплати податків і витрат після залучення капіталу.
- Free Cash-Flow** — чистий (вільний, незалежний) грошовий потік до фінансування, показує здатність підприємства забезпечити операційну діяльність і планові інвестиції за рахунок внутрішніх фінансових джерел, незалежно від зовнішнього фінансування.
- Net Cash-Flow** (нетто грошовий потік) — сукупність розподілених у часі фактів надходження і вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання у результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, за вирахуванням абсолютної величини витрат суб'єкта господарювання на виплату дивідендів власниками його корпоративних прав.

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) — чистий операційний прибуток після оподаткування.

VaR — це виражена у грошових одиницях оцінка величини, яку не перевищать втрати, що очікуються протягом обраного періоду часу, із заданою ймовірністю.

XYZ-аналіз — функціонально-організаційна форма оптимізації абсолютної величини та структури витрат підприємства, що являє собою технологію обґрунтування управлінських рішень про оптимізацію абсолютної величини витрат підприємства шляхом виявлення та ідентифікації резервів їх зменшення, а також визначення методів мобілізації таких резервів виходячи із припущень, що, по-перше, величина економії витрат має бути зіставною з зусиллями до її виявлення і мобілізації; по-друге, співмірна економія досягається шляхом дослідження витрат, що становлять суттєву частку у структурі сукупних витрат. X-витрати — сукупність витрат, частка яких у загальній величині витрат становить не менше як 50 %. Y-витрати — сукупність витрат, частка яких у загальній величині витрат становить не менше 25 %. Z-витрати — сукупність витрат, частка яких у загальній величині витрат є незначною (не може перевищувати 25 % сукупних витрат підприємства).

A

Активи — ресурси, контрольовані підприємством у результаті минулих подій, використання яких, як очікується, приведе до отримання економічних вигод у майбутньому.

Аналіз точки безбитковості — фінансово-математична модель цільового планування і прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, що передбачає дослідження взаємозв'язку між формуванням його прибутку залежно від зміни доходів від реалізації продукції (надання послуг чи виконання робіт) у розрізі покриття окремих груп витрат (умовно-змінних і умовно-постійних).

Антикризове фінансове управління підприємством — це: 1) комплекс профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи: системний аналіз сильних і слабких сторін підприємства, оцінювання ймовірності банкрутства, управління ризиками (виявлення, оцінювання та нейтралізація), впровадження системи попереджувальних заходів; 2) система управління фінансами, спрямована на виведення підприємства з кризи, у тому числі проведенням санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання. Це особливий режим виконання функцій фінансового менеджменту, що полягає в організації фінансової роботи на підприємстві з урахуванням необхідності профілактики та нейтралізації фінансової кризи.

Ануїтет — рівномірні платежі або надходження коштів через однакові інтервали часу за використання однакової ставки процента.

Арбітражний керуючий — фізична особа, призначена господарським судом у встановленому порядку в справі про банкрутство як розпорядник майна, керуючий санацією або ліквідатор з числа осіб, що отримали відповідне свідоцтво і внесені до Єдиного реєстру арбітражних керуючих України (розпорядників майна, керуючих санацією, ліквідаторів).

Б

Базовий актив — матеріальний або нематеріальний актив, що використовується як об'єкт укладання (емісії) деривативів.

β-коефіцієнт (Бета-коефіцієнт) — кількісна міра частини сукупного ризику ринкового активу, що пов'язана з дією об'єктивних факторів і, відповідно, не може бути диверсифікована шляхом формування портфеля активів. β-коефіцієнт використовується як кількісна оцінка системного (ринкового) ризику.

Бостонська матриця — особлива функціонально-організаційна форма портфельного аналізу, що використовується для оцінювання сукупних ризиків позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку шляхом аналізу факторів у площині «привабливість — конкурентні переваги». Відома також як матриця Бостонської консалтингової групи.

Бюджет — оперативний фінансовий план, що складається, як правило, на строк до одного року, відображає надходження і витрати коштів за операційною, інвестиційною та фінансовою діяльністю підприємства.

Бюджетування — технологія фінансового планування, обліку та контролю ресурсів, які використовуються, доходів та видатків підприємства від певного бізнесу на всіх його рівнях і по всіх бізнес-процесах, що дозволяє аналізувати прогнозовані та фактичні фінансові показники діяльності.

Бюджетування грошових потоків — планування (прогнозування) грошових потоків суб'єкта господарювання, яке передбачає кількісне оцінювання планових параметрів грошових потоків із позицій зіставності вхідних і вихідних грошових потоків, виходячи з їх впливу на абсолютну величину резерву ліквідності суб'єкта господарювання та покриття потреби у капіталі.

Бюджетування капіталу — процес розроблення конкретних бюджетів з метою управління капіталом підприємства (джерелами формування капіталу — пасивів).

В

Валовий грошовий потік — сукупність надходжень або витрачання грошей підприємства у періоді, що розглядається в розрізі окремих часових інтервалів.

Вартісний аналіз — форма оптимізації абсолютної величини і структури витрат підприємства, що являє собою технологію обґрунтування управлінських рішень про оптимізацію абсолютної величини витрат підприємства шляхом

зіставлення (визначення кореляції) абсолютної величини статті витрат на виготовлення продукції з її впливом на рівень якості такої продукції.

Вартісно-орієнтоване управління (Value-based management, VBM) — системний підхід до організації фінансового менеджменту, в межах якого управлінські рішення оцінюються виключно з позицій їх впливу на вартість об'єкта управління.

Вартість капіталу — виражена у процентах величина, що визначається співвідношенням коштів, фактично сплачених підприємством за використання капіталу його власникам, до загального обсягу залучених ресурсів із даного джерела формування капіталу.

Вартість капіталу гранична — витрати, які несе підприємство у зв'язку із залученням додаткової одиниці капіталу.

Вартість капіталу середньозважена (WACC) — середнє значення цін кожного джерела фінансування у загальній сумі, що розраховується як середньарифметична зважена.

Вертикальний фінансовий аналіз — один із методів фінансового аналізу, який ґрунтується на структурному розкладанні підсумкових показників фінансової звітності підприємства.

Виробничий цикл — період обороту середнього запасу сировини, матеріалів, напівфабрикатів, незавершеного виробництва і середній період обороту запасу готової продукції.

Витрати — зменшення економічних вигод у вигляді вибуття активів або збільшення зобов'язань, які призводять до зменшення власного капіталу (за винятком зменшення капіталу за рахунок його вилучення або розподілення власниками).

Виявлення ризиків — виявлення альтернативних сценаріїв розвитку операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання та обґрунтування ймовірності відхилення від планового сценарію цієї діяльності із відповідними наслідками для підприємства. Реалізується у формі детального аналізу кожної окремої господарської операції.

Власний капітал — частина активів підприємства, що залишається після вирахування його зобов'язань. Власний капітал — це зобов'язання перед власниками підприємства, що виникли у результаті здійснення ними внесків, а також були сформовані у процесі його фінансово-господарської діяльності (капіталізація вартості або тезаврація чистого прибутку).

Внутрішній фінансовий контроль — процес перевірки досягнення і рівня реалізації управлінських фінансових рішень, що реалізується безпосередньо підприємством.

Г

Горизонтальний аналіз — один із методів фінансового аналізу, який базується на вивченні динаміки окремих фінансових показників у часі.

Гранична ефективність капіталу — показник, що характеризує співвідношення приросту рівня прибутковості додатково залученого капіталу і

приросту вартості капіталу. Критеріальний показник ефективності додатково залученого капіталу.

Грошовий потік — сукупність розподілених у часі фактів надходження (вхідний грошовий потік) або вибуття (вихідний грошовий потік) грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання в результаті його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

Д

Дезінвестиції — господарська операція підприємства, спрямована на перетворення майна (як правило, об'єкта необоротних активів) на більш ліквідну форму — грошові кошти. Операція є зворотною до інвестування.

Дериватив — особливий вид цінного папера, що являє собою стандартний документ, котрий засвідчує право і/або зобов'язання придбати чи продати базовий актив (цінні папери, валютні цінності чи інші активи) на визначених ним умовах у майбутньому.

Джерело ризиків — господарська операція в межах операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання або його бездіяльність, щодо якої існує ймовірність настання певної події із відхиленням від очікуваного результату (зокрема, настання негативних наслідків — збитків).

Диверсифікація ризиків — фінансово-математична модель оптимізації прийняття управлінських фінансових рішень для зменшення сукупного фінансового ризику за рахунок його усереднення між складовими, що характеризуються різним рівнем фінансового ризику.

Дивіденд — частина чистого прибутку підприємства — емітента корпоративних прав, що розподіляється між учасниками такого підприємства відповідно до величини їх внеску до статутного (пайового) капіталу підприємства-емітента згідно з умовами емісії корпоративних прав (розподілу часток), які засвідчують такий внесок.

Дивідендна політика — частина загальної фінансової стратегії акціонерного товариства, яка складається з оптимізації пропорцій між частинами отриманого прибутку на споживання і капіталізацію з метою забезпечення зростання ринкової вартості акцій.

Дисконтування (англ. discounting) — один із механізмів визначення часової вартості грошових потоків. Фінансово-математична модель визначення поточної (теперішньої) вартості грошових коштів, надходження котрих, як очікується, матиме місце у майбутньому протягом певного періоду.

Дисперсія — фінансово-математичний показник варіації цільового показника (носія ризику) за попередні періоди, що визначає величину ймовірного відхилення цільового показника від його очікуваної величини — математичного очікування.

Доходи — збільшення економічних вигод у вигляді надходження активів або зменшення зобов'язань, які ведуть до зростання власного капіталу (за винятком зростання капіталу за рахунок внесків власників).

Дюрація — фінансовий показник, що характеризує середньозважену тривалість строку обороту непогашеної фінансової заборгованості за основною сумою боргу і процентами. Показник дюрації використовується для кількісного оцінювання фінансових ризиків суб'єкта господарювання, зокрема у процесі оптимізації портфеля боргових зобов'язань.

E

Емісія — сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їх перших власників.

З

Збалансована система показників (англ. Balanced Score Card, BSC, укр. ЗСП) — підхід до розробки стратегічних цілей організації з чотирьох позицій: фінанси, клієнти, внутрішні процеси, навчання — розвиток.

Звіт про власний капітал — частина публічної фінансової звітності суб'єкта господарювання, що відображає абсолютну величину і структуру його власного капіталу, а також зміни власного капіталу, що мали місце протягом звітного періоду.

Звіт про рух грошових коштів — частина публічної фінансової звітності суб'єкта господарювання, у рамках якої забезпечує розкриття (оприлюднення) суттєвої фінансової інформації про надходження і вибуття грошових коштів та їх еквівалентів у результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності такого суб'єкта господарювання протягом звітного періоду.

Звіт про сукупний дохід — частина публічної фінансової звітності суб'єкта господарювання, що відображає доходи, витрати і фінансові результати (прибуток) суб'єкта господарювання у межах операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання протягом звітного періоду.

Звіт про фінансовий стан — форма бухгалтерської звітності, яка відображає на певну дату активи, зобов'язання і власний капітал підприємства в грошовому вираженні. Мета складання — надання користувачам повної, правдивої, неупередженої інформації про фінансовий стан підприємства на звітну дату.

I

Ідентифікація ризиків — одна з ітерацій у структурі моделі управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання, спрямована на дослідження сукупності якісних і кількісних параметрів та характеристик виявленого

- ризик, зокрема, джерела його формування, природи, форми тощо, і факторів їх формування з метою встановлення виду такого ризику.
- Імовірність** — це кількісна оцінка можливості настання тієї чи іншої події. Використовується для кількісного оцінювання абсолютної величини ризику.
- Інвестиційна діяльність** — сукупність однорідних господарських операцій суб'єкта господарювання щодо придбання і продажу довгострокових (необоротних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів.
- Інвестиційний грошовий потік** — сукупність розподілених у часі фактів надходження або вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання у результаті здійснення його інвестиційної діяльності.
- Інвестиційний контролінг** — це інформаційно-аналітична система, яка за допомогою функцій планування, координації, контролю, виявлення і аналізу відхилень та моніторингу інформації має на меті ефективний розвиток інвестиційної діяльності підприємства і прийняття раціональних управлінських рішень, що в майбутньому будуть збільшувати вартість підприємства.
- Інвестиційний портфель** — сформована відповідно до розробленої стратегії інвестора сукупність об'єктів реальних і фінансових вкладень, призначена для реалізації інвестиційної політики підприємства в майбутньому періоді (у більш вузькому, але найбільш часто вживаному значенні — сукупність фондових інструментів, сформованих інвестором).
- Інвестиційний проект** — сукупність поєднаних в одне ціле намірів і практичних дій з метою здійснення капітальних вкладень, спрямованих на досягнення певних цілей.
- Інвестиційні ризики** — складова сукупного ризику суб'єкта господарювання, що визначає ймовірність отримання негативних фінансових результатів (передусім збитків) у результаті здійснення сукупності господарських операцій з придбання і продажу довгострокових (необоротних) активів, а також короткострокових (поточних) фінансових інвестицій, які не є еквівалентами грошових коштів — інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання.
- Інвестиції** — це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.
- Інвестор рилейшнз (фінансовий PR)** — це система інформаційного забезпечення нинішніх і потенційних власників корпоративних прав з приводу фінансового стану і перспектив компанії, сприяє вирішенню проблематики інформаційної асиметрії між суб'єктами фінансових відносин і налагодженню довірливих відносин з інвесторами, банками, постачальниками, клієнтами, страховими компаніями.
- Інтелектуальні активи** — це сукупність інформаційно-інтелектуальних ресурсів і продуктів, які мають реальну комерційну цінність для суб'єкта господарювання і можуть бути відчужені від їх розробників.

Іррелевалентності теорія (теорія Модільяні—Міллера) — теоретична модель обґрунтування управлінських фінансових рішень, що демонструє відсутність залежності вартості підприємства від структури його фінансування. Заперечує необхідність узгодження інвестиційних і фінансових рішень.

Ітерація — логічно завершена сукупність однорідних операцій, що спрямовані на досягнення певної мети (завдань), на реалізацію окремої частини фінансового плану чи інвестиційного проекту.

К

Капітал підприємства — грошові та інші види ресурсів, що залучені у його господарську діяльність із різних джерел за допомогою різноманітних інструментів, використання яких спрямоване на досягнення стратегічних цілей управління підприємством, зокрема на зростання його вартості

Капітальний бюджет — форма подання результатів поточного або оперативного фінансового плану капітальних вкладень (фінансового забезпечення реалізації інвестиційного проекту), що розробляється на етапі здійснення нового будівництва, реконструкції та модернізації основних засобів, придбання нових видів обладнання і нематеріальних активів.

Капітальні вкладення — одна з основних форм реальних інвестицій у відтворенні основних засобів підприємства.

Ключові індикатори діяльності (KPI-Key Performance Indicators) — комбінація ключових індикаторів щодо досягнення визначених цілей, завдань і процесів за цим напрямом.

Коваріація — фінансово-математичний показник, що описує рівень взаємозалежності між поведінкою двох цільових показників на основі варіації значень цільових показників (носіїв ризику) за попередні періоди, визначаючи величину ймовірного відхилення одного цільового показника в результаті зміни величини іншого.

Компаундування, або нарощення (англ. compounding), — один із механізмів визначення часової вартості грошових потоків. Фінансово-математична модель визначення майбутньої вартості грошових коштів, які перебувають у розпорядженні підприємця на початок планового періоду (у поточний момент часу).

Кореляційний коефіцієнт — фінансово-математичний показник, що описує рівень взаємозалежності між поведінкою двох цільових показників на основі варіації значень цільових показників (носіїв ризику) за попередні періоди, визначаючи силу і напрям лінійної залежності між даними цільовими показниками.

Кошторис — форма планового розрахунку, що визначає потребу підприємства у грошових коштах на наступний період (квартал, рік) і послідовність дій з розрахунку показників.

Л

- Лeverидж загальний** — це сукупність операційного та фінансового лeverиджу, що відображає зміну рентабельності власного капіталу залежно від зміни обсягу продажів. Ефект загального лeverиджу показує, наскільки процентів зміниться рентабельність власного капіталу у разі зміни виручки на 1 %.
- Лeverидж операційний** — зміна абсолютної величини прибутку підприємства як результат зміни обсягів виручки від реалізації продукції, а також величини та структури витрат на її виготовлення.
- Лeverидж фінансовий** — зміна рентабельності власного капіталу підприємства як результат зміни величини коефіцієнта фінансового лeverиджу і, відповідно, структури фінансування підприємства.
- Ліквідаційний баланс** — баланс фінансово неспроможного підприємства, визнаного у відповідному порядку банкрутом, складений ліквідаційною комісією на момент повної ліквідації такого підприємства. Ліквідаційний баланс є підставою для вилучення підприємства із державного реєстру.
- Ліквідність підприємства** — фінансова спроможність підприємства забезпечувати своєчасність виконання зобов'язань за рахунок резерву ліквідності або через залучення додаткових фінансових ресурсів без суттєвих витрат.

М

- Мак-Кінзі матриця (McKinsey)** — особлива функціонально-організаційна форма портфельного аналізу, що використовується для аналізу сукупних ризиків позиціонування суб'єкта господарювання на цільовому ринку шляхом дослідження факторів у площині «зростання — частка ринку».
- Маржинальний прибуток** — синтетичний (розрахунковий) фінансовий показник, що дорівнює різниці між ціною одиниці продукції та середніми умовно-змінними витратами на її виготовлення.
- Метод аналізу фінансової звітності** — системне і комплексне вивчення, вимір та узагальнення впливу факторів на результати фінансово-господарської діяльності підприємства шляхом обробки спеціальними прийомами системи оцінних показників з метою зміцнення фінансового стану підприємства, підвищення ефективності використання його фінансових ресурсів.
- Методи нейтралізації ризиків** — сукупність конкретних фінансово-математичних методик, технологій, способів і прийомів обґрунтування управлінських фінансових рішень щодо реалізації превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру з метою забезпечення зіставності результативності господарської операції суб'єкта господарювання із відповідним рівнем фінансового ризику.
- Модель оцінювання капітальних активів (CAPM)** — описова портфельна теорія, в основі якої лежить ідея про дохідність фінансового інструменту як функцію його чутливості до зміни дохідності ринкового портфеля.

Н

- Невизначеність** — функціонально-організаційна особливість здійснення підприємницької діяльності в ринкових умовах, пов'язана з відсутністю можливості спрогнозувати майбутні наслідки здійснення тієї чи тієї господарської операції суб'єктом господарювання із стопроцентною вірогідністю у зв'язку із наявністю ймовірності відхилення кінцевого результату від очікуваної величини.
- Нейтралізація ризиків** — фінансово-математична технологія обґрунтування, прийняття, виконання і контролю здійснення управлінських фінансових рішень про реалізацію превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру з метою забезпечення зіставності результативності господарської операції суб'єкта господарювання із відповідним рівнем фінансового ризику.
- Необоротні активи** — активи, що використовуються підприємством у його діяльності протягом тривалого періоду часу (більше від одного року) і від використання яких підприємство отримає в майбутньому економічні вигоди, а їх вартість може бути достовірно визначена.
- Необоротні активи** — всі активи, що не є оборотними.
- Непрямий метод розрахунку грошового потоку** — фінансово-математичний метод кількісного оцінювання абсолютної величини грошового потоку суб'єкта господарювання, що передбачає визначення кінцевого результату через коригування узагальнених фінансових показників.
- Непрямі витрати** — це сукупність витрат, що безпосередньо не стосуються виробництва продукції (виконання робіт чи надання послуг) і пов'язані з фінансуванням додаткових чи обслуговуючих процесів.
- Нерозподілений прибуток** — це реінвестована частина чистого прибутку підприємства, або величина прибутку підприємства, яка отримана в результаті діяльності у попередні періоди і яка не була спрямована на розподіл серед власників чи поповнення інших складових власного капіталу підприємства (резервного капіталу, статутного капіталу тощо).

О

- Облік векселя** — фінансова операція з продажу векселя банку або іншій фінансовій інституції, іншому суб'єктові господарювання за визначеною ціною, що встановлюється залежно від його номіналу, строку погашення, облікової вексельної ставки.
- Оборотні активи** — гроші та їх еквіваленти, що не обмежені у використанні, а також інші активи, призначені для реалізації чи споживання протягом операційного циклу чи протягом 12 місяців з дати балансу.
- Оперативне фінансове планування** — це короткострокове планування, яке реалізується у формі планових завдань з фінансового забезпечення основ-

них напрямів господарської діяльності підприємства і доповнює систему поточного фінансового планування, є його невід'ємною складовою.

Оперативно-тактичний фінансовий менеджмент — це комплекс функціональних завдань, методів та інструментів з управління фінансовими ресурсами для досягнення довгострокових і короткострокових завдань, визначених стратегією підприємства та його місією.

Операційна (основна) діяльність (Operating Activity) — сукупність господарських операцій, що реалізуються в межах основної діяльності (визначеної у статутних документах) суб'єкта господарювання, а також будь-які інші види діяльності, які не можуть бути віднесені до інвестиційної або фінансової діяльності.

Операційний грошовий потік — сукупність розподілених у часі фактів надходження або вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання у результаті його операційної діяльності.

Операційні ризики — складова сукупного ризику суб'єкта господарювання, що визначає ймовірність отримання негативних фінансових результатів (передусім збитків) у результаті здійснення операційної діяльності.

Опціон call — похідний цінний папір, що являє собою стандартний контракт, який дає його власникові право (але не зобов'язання) купити базовий актив (наприклад, цінні папери, іноземну валюту) за фіксованою ціною протягом визначеного у контракті періоду. Використовується для хеджування ризиків.

Опціони put — похідний цінний папір, що являє собою стандартний контракт, який дає його власникові право (але не зобов'язання) продати базовий актив (наприклад, цінні папери, іноземну валюту) за фіксованою ціною протягом визначеного у контракті періоду. Використовується для хеджування ризиків.

Оцінка ризиків — функціонально-організаційний блок у системі управління фінансовими ризиками, що здійснюється у формі фінансово-математичного дослідження ідентифікованих ризиків суб'єкта господарювання із використанням відповідних кількісних методів для встановлення абсолютних і відносних величин, що характеризують базові кількісні параметри такого ризику, на основі усталеної сукупності відповідних показників.

П

План надходження і витрачання грошових коштів — одна з форм поточного фінансового плану, яка розробляється з метою забезпечення постійної платоспроможності підприємства на всіх етапах планового періоду і охоплює всю сукупність грошових потоків.

Платіжний календар — це інструмент оперативного планування фінансової діяльності підприємства, який складається на місяць із розбивкою на декади або тижні для відображення грошового обороту підприємства за всіма напрямками надходжень і платежів.

- Платоспроможність підприємства** — спроможність підприємства своєчасно і в повному обсязі виконати власні зобов'язання.
- Позичений капітал** — грошовий капітал чи майно, що отримується в позику на умовах повернення і плати у формі процента.
- Порівняльний аналіз** — метод фінансового аналізу, в межах якого відбувається абсолютне чи відносне зіставлення звітних показників з базою порівняння, якими можуть виступати ідентичні показники фірм-конкурентів, галузеві показники, нормативні чи плановані значення порівнювальних величин.
- Поточне фінансове планування** — це процес розробки системи фінансових планів за окремими напрямками фінансової діяльності підприємства протягом року.
- Потреба у капіталі** — виражена у грошовому вимірі абсолютна величина фінансових, матеріальних, трудових та інших ресурсів, необхідних для забезпечення нормального функціонування суб'єкта господарювання протягом планового періоду.
- Премія за ризик** — абсолютна величина фінансових ресурсів, що відповідає розміру додаткового доходу, який очікує отримати інвестор на ринку капіталу як компенсацію за вкладення капіталу в умовах недосконалості ринку капіталу, наявності асиметрії в інформаційному забезпеченні учасників ринку та в умовах невизначеності.
- Прибуток** — одна з основних категорій товарного виробництва, що характеризує відносини, які складаються в процесі суспільного виробництва. Це частина доданої вартості, створеної та реалізованої, готової до розподілу. Прибуток — це підсумковий показник, результат фінансово-господарської діяльності підприємств як суб'єктів господарювання, характеризує її результат і зазнає впливу багатьох чинників. Мають місце особливості формування прибутку підприємств залежно від сфери їхньої діяльності, виду економічної діяльності господарств, форми власності, розвитку ринкових відносин.
- Проектне фінансування** — сукупність форм і методів фінансування інвестиційного проекту, спосіб запозичень, при якому для цілей їх забезпечення використовуються насамперед майбутні грошові потоки проекту, а активи, права й інтереси проекту розглядаються як вторинна застава або забезпечення.
- Процент** — ціна, яка формується на грошовому ринку у формі плати позичальника капіталодавцю за право користування капіталом протягом визначеного періоду. Розрізняють процент простий і складний.
- Прямий метод розрахунку грошового потоку** — фінансово-математичний метод кількісного оцінювання абсолютної величини грошового потоку суб'єкта господарювання, що передбачає аналіз кожної окремої господарської операції, ідентифікацію грошового потоку, який генерується в межах такої операції, та визначення напряму руху грошових коштів з наступним їх додаванням.
- Прямі витрати** — сукупність витрат, безпосередньо пов'язаних із виробництвом продукції (виконанням робіт чи наданням послуг).

Р

- Реальні інвестиції** — це вкладення капіталу у просте і розширене відтворення основних засобів, у придбання або створення нематеріальних активів, у приріст запасів товарно-матеріальних цінностей та інші об'єкти інвестування, пов'язані зі здійсненням операційної діяльності підприємства.
- Резервний капітал** — сума резервів, створених за рахунок чистого прибутку підприємства відповідно до чинного законодавства або установчих документів.
- Реорганізація** — один із напрямів реструктуризації підприємства; повна або часткова заміна власників корпоративних прав, зміна організаційно-правової форми організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, результатом чого є передання, прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступникам.
- Реструктуризація підприємства** — здійснення організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на реорганізацію підприємства, зокрема шляхом його поділу з переходом боргових зобов'язань до юридичної особи, що не підлягає санації, на зміну форми власності, управління, організаційно-правової форми, що сприятиме фінансовому оздоровленню підприємства, підвищенню ефективності виробництва, збільшенню обсягів випуску конкурентоспроможної продукції та повному або частковому задоволенню вимог кредиторів.
- Рефінансування дебіторської заборгованості** — продаж на користь спеціалізованих фінансових установ боргових вимог підприємства до третіх осіб раніше строку їх оплати з наданням відповідного дисконту.
- Ризик** — імовірність виникнення будь-яких відхилень від очікуваного рівня фінансових показників незалежно від того, позитивні чи негативні такі відхилення.
- Ризик інвестиційного проекту** — імовірність настання несприятливої події, яка може призвести до негативних наслідків і в результаті якої відбувається повна або часткова втрата ресурсів, недоотримання очікуваного економічного ефекту, недосягнення цілей реалізації проекту.
- Ризик-менеджмент** — специфічний функціонально-організаційний блок у структурі моделі фінансового менеджменту на підприємстві, що відповідає за виявлення, ідентифікацію, оцінювання та нейтралізацію фінансових ризиків з операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, а також сукупного ризику фінансово-господарської діяльності підприємства.
- Ринкова капіталізація** — показник, що відображає сукупну вартість усіх корпоративних прав підприємства, що перебувають в обігу виходячи з їх поточного ринкового (біржового) курсу.
- Розподіл прибутку.** Отриманий прибуток є об'єктом розподілу, який включає:
1) розподіл прибутку між державою і підприємством, що є одним з прин-

ципових питань реалізації фінансової політики держави; 2) розподіл і використання чистого прибутку, що залишився в розпорядженні підприємства після здійснення платежів до бюджету.

С

- Санаційна спроможність** — наявність у підприємства, що перебуває у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних і правових можливостей, які визначають здатність до успішного проведення його фінансової санації; головний критерій прийняття рішення про санацію чи ліквідацію підприємства.
- Санаційний аудит** — аудит, що проводиться на підприємствах, які перебувають у фінансовій кризі з метою підтвердження (спростування) санаційної спроможності підприємства у разі залучення до процесу санації третіх осіб (кредиторів, інвесторів та ін.). Головна мета — оцінка санаційної спроможності підприємства на підставі аналізу фінансово-господарської діяльності та наявного плану фінансового оздоровлення.
- Санація боржника у рамках судових процедур** — система заходів, що здійснюються під час провадження у справі про банкрутство з метою запобігання визнання боржника банкрутом і його ліквідації; спрямована на оздоровлення фінансово-господарського становища боржника, а також задоволення в повному обсязі або частково вимог кредиторів шляхом реструктуризації підприємства, боргів і активів і/або зміни організаційно-правової та виробничої структури боржника.
- Санація боржника до порушення справи про банкрутство** — система заходів з відновлення платоспроможності боржника, які може здійснювати засновник (учасник, акціонер) боржника, власник майна (орган, уповноважений управляти майном) боржника, кредитор боржника, інші особи для запобігання банкрутству боржника через вжиття організаційно-господарських, управлінських, інвестиційних, технічних, фінансово-економічних, правових заходів за законодавством до порушення провадження у справі про банкрутство.
- Санація підприємства** — у широкому розумінні — сукупність усіх можливих заходів, спрямованих на фінансове оздоровлення суб'єкта господарювання; включає систему фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових і соціальних заходів, спрямованих на досягнення чи відновлення платоспроможності, ліквідності, прибутковості і конкурентоспроможності підприємства-боржника у довгостроковому періоді; у вузькому розумінні — сукупність заходів фінансово-економічного характеру, які відображають фінансові відносини, що виникають у процесі мобілізації та використання внутрішніх і зовнішніх фінансових джерел оздоровлення підприємств.

- Середньоквадратичне відхилення** — фінансово-математичний показник варіації цільового показника (носія ризику) за попередні періоди, який визначає величину ймовірного відхилення цільового показника від його очікуваної величини (математичного очікування). Розраховується як корінь другого ступеня із дисперсії.
- Система інформаційного забезпечення фінансового менеджменту** — безперервний і цілеспрямований відбір відповідних інформаційних показників, які необхідні для здійснення аналізу, планування і підготовки ефективних управлінських рішень за всіма напрямками фінансової діяльності підприємства.
- Система організаційного забезпечення фінансового менеджменту** — взаємопов'язана сукупність внутрішніх структурних служб і підрозділів підприємства, які забезпечують розроблення і прийняття управлінських рішень з окремих напрямів його фінансової діяльності і несуть відповідальність за результати цих рішень.
- Ставка дисконтування проекту** — коефіцієнт, який характеризує норму доходу на вкладений в інвестиційний проект капітал, часто заснований на середньозваженій вартості капіталу проекту; застосовується для визначення поточної вартості майбутніх грошових потоків, що генеруватиме проект.
- Стратегічний фінансовий менеджмент** — це комплекс функціональних завдань, інструментів і методів з стратегічного планування, контролю і забезпечення довгострокового управління фінансами, вартістю і ризиками підприємства.
- Стратегія нейтралізації ризиків** — функціонально-організаційна форма обґрунтування і здійснення превентивних заходів фінансового, організаційного або правового характеру щодо фінансових ризиків суб'єкта господарювання.
- Стратегія уникнення ризику** — функціонально-організаційна форма нейтралізації фінансових ризиків, що передбачає прийняття управлінських фінансових рішень на основі порівняльного аналізу фінансово-математичних моделей альтернативних сценаріїв (наприклад, різних варіантів здійснення окремої господарської операції) з метою визначення безризикового сценарію із подальшим прийняттям його як основного.
- Стратегія управління прибутком** — формалізована сукупність критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень щодо управління прибутком підприємства, дотримання яких забезпечує виконання завдань і досягнення цілей, визначених корпоративною стратегією підприємства.
- Структура капіталу** — співвідношення між окремими статтями джерел формування фінансових ресурсів підприємства. Використовується, як правило, співвідношення між позиковим і власним капіталом — леверидж.
- Структура капіталу підприємства оптимальна** — співвідношення обсягів різних елементів власного і позикового капіталів, за якого значення обраної за орієнтир сукупності критеріїв оптимізації наближається до бажаного.

Т

- Тезаврація прибутку** — спрямування чистого прибутку підприємства або його частини на формування власного капіталу з метою покриття потреби суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування його господарської діяльності.
- Толерантність ризику** — фінансово-математична модель оцінювання (якісного і/або кількісного) співвідношення між рівнем цільового показника (як правило, величини прибутку) і рівнем фінансового ризику, що пов'язаний із його досягненням.
- Тренд** — основна тенденція змін показників, очищена від випадкових впливів та індивідуальних особливостей часових періодів, у межах яких проводиться аналітичне дослідження.

У

- Управління активами** — система прийомів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних із формуванням, розподілом та ефективним використанням активів підприємства.
- Управління витратами** — функціонально-організаційний елемент моделі управління прибутком, що являє собою сукупність фінансово-правових та організаційно-технічних механізмів і прийомів прогнозування, планування та контролю формування витрат підприємства з метою забезпечення стабільності розподілу вихідних грошових потоків у просторі та часі відповідно до цілей моделі управління прибутком суб'єкта господарювання.
- Управління грошовими активами** — складова загальної політики управління оборотними активами підприємства, яка полягає в оптимізації сукупного розміру залишку коштів з позицій забезпечення постійної платоспроможності підприємства та ефективного їх використання у процесі зберігання.
- Управління дебіторською заборгованістю** — складова загальної політики управління оборотними активами і маркетингової політики підприємства, яка спрямована на збільшення обсягу реалізації продукції та полягає в оптимізації загального обсягу дебіторської заборгованості і забезпеченні своєчасної інкасації.
- Управління доходами** — функціонально-організаційний елемент моделі управління прибутком суб'єкта господарювання, що являє собою сукупність фінансово-правових і організаційно-технічних механізмів та прийомів прогнозування, планування і контролю формування доходів підприємства для забезпечення стабільності розподілу вхідних грошових потоків у просторі й часі відповідно до цілей моделі управління прибутком.
- Управління запасами** — складова загальної політики управління оборотними активами підприємства, яка полягає в оптимізації обсягу та структури матеріальних запасів, мінімізації витрат на їх обслуговування і забезпечення ефективного контролю за їх рухом.

- Управління інтелектуальними активами** — сукупність дій і заходів, спрямованих на забезпечення процесів формування, розвитку і використання інтелектуальних активів підприємства, а також мотивацію процесів їх накопичення і примноження.
- Управління необоротними активами** — система цілей, заходів і управлінських рішень, спрямованих на забезпечення їх своєчасного оновлення та підвищення ефективності використання.
- Управління оборотними активами** — система цілей, заходів та управлінських рішень, спрямованих на визначення необхідного обсягу та оптимальної структури оборотних активів.
- Управління ризиками** — специфічний функціонально-організаційний блок у структурі моделі фінансового менеджменту на підприємстві, що відповідає за виявлення, ідентифікацію, оцінювання та нейтралізацію фінансових ризиків під час здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, а також сукупного ризику фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання в ринковому середовищі.

Ф

- Факторинг** — продаж дебіторської заборгованості (боргової вимоги) на користь спеціалізованої факторингової компанії чи комерційного банку раніше строку її погашення із наданням дисконту.
- Фінансова діяльність** — сукупність операцій, які ведуть до зміни величини і складу власного і позичкового капіталів.
- Фінансова звітність** — бухгалтерська звітність, що містить інформацію про фінансовий стан, результати діяльності та рух грошових коштів підприємства за звітний період.
- Фінансова політика** — цілеспрямоване використання фінансових відносин і методів управління останніми для досягнення довгострокових і короткострокових завдань, визначених корпоративною стратегією підприємства.
- Фінансова рівновага** — характеристика стану фінансово-господарської діяльності підприємства, за якого потреба підприємства в капіталі балансується із його можливостями щодо її покриття за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел капіталу.
- Фінансова стратегія** — це формування системи довгострокових цілей фінансової діяльності і вибір найефективніших шляхів їх досягнення.
- Фінансове планування** — процес розробки системи фінансових планів і планових (нормативних) показників щодо забезпечення розвитку підприємства необхідними фінансовими ресурсами і підвищення ефективності його фінансової діяльності в очікуваному періоді.
- Фінансовий аналіз** — процес дослідження фінансового стану і результатів фінансової діяльності підприємства з метою виявлення резервів підвищення його ринкової вартості і забезпечення ефективного розвитку.

- Фінансовий грошовий потік** — сукупність розподілених у часі фактів надходження або вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання у результаті здійснення його фінансової діяльності.
- Фінансовий контролінг** — система інформаційної підтримки управлінських рішень, що передбачає використання методів і процедур з бюджетування, стратегічного планування, управлінського обліку, фінансової діагностики, інвестор-релейшинг, управління ризиками та внутрішнього контролю, які в сукупності зорієнтовані на оптимізацію фінансових рішень і підвищення вартості компанії.
- Фінансовий менеджмент** — система принципів, методів і прийомів фінансового управління підприємством в їх взаємозв'язку та взаємодії, що забезпечує формування та реалізацію управлінських фінансових рішень щодо господарської діяльності підприємства, спрямованих на виконання підприємством мети і завдань його статутної діяльності.
- Фінансовий план** — документ, що є результатом фінансового планування, який відображає забезпечення підприємства необхідними фінансовими ресурсами і спрямований на підтримання ефективності його фінансової діяльності у плановому періоді.
- Фінансовий стан підприємства** — характеризується забезпеченістю підприємства фінансовими ресурсами, необхідними для нормальної виробничої, комерційної та інших видів діяльності підприємства, раціональністю їх розміщення та ефективністю використання.
- Фінансовий цикл** — часова характеристика руху товарно-матеріальних цінностей, незавершеного виробництва та готової продукції з коригуванням на особливості грошових розрахунків із контрагентами — постачальниками і покупцями.
- Фінансові інвестиції** — це вкладення вільних коштів інвестора у різні фінансові інструменти (акції, облігації, паї, опціони, ф'ючерси та ін.) з метою отримання доходу.
- Фінансові коефіцієнти** — показники, що розраховуються як співвідношення первинних бухгалтерських даних, які визначають основні характеристики фінансового стану підприємства і результати його фінансово-господарської діяльності підприємства.
- Фінансові ризики** — складова сукупного ризику суб'єкта господарювання, що визначає ймовірність отримання негативних фінансових результатів (передусім збитків) у результаті здійснення сукупності господарських операцій щодо покриття потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Фінансовий ризик безпосередньо пов'язаний із формуванням структури капіталу підприємства.
- Форфейтинг** — фінансова операція щодо рефінансування дебіторської заборгованості (експортних вимог підприємства) з участю комерційного банку.

X

- Хеджування ризиків** — функціонально-організаційна форма нейтралізації фінансових ризиків зміни масштабу цін на базові активи (наприклад, цінні папери, іноземну валюту, сировину) шляхом використання похідних фінансових інструментів.

Ц

Центр витрат — 1) відокремлений функціонально-організаційний процес або явище (технологічна операція, угода тощо), що пов'язане з формуванням однорідної сукупності витрат підприємства; 2) структурний підрозділ, який несе відповідальність за витрачання коштів згідно з доведеним йому бюджетом або кошторисом. За функціональним напрямом діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на обсяг доходів, а також на суму прибутку. Прикладом центру витрат є відділ з постачання і заготівель або виробничий структурний підрозділ підприємства.

Центр відповідальності — структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює різні напрями фінансової діяльності, самостійно приймає управлінські рішення у рамках цих напрямів і несе повну відповідальність за виконання доведених йому планових (нормативних) фінансових завдань.

Центр доходу — структурний підрозділ, який несе відповідальність тільки за формування доходів у встановлених обсягах. За функціональним напрямом діяльності такий структурний підрозділ не може самостійно впливати на весь обсяг витрат щодо продукції, яка реалізується, а також на суму прибутку.

Центр інвестицій — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за використання наданих йому інвестиційних ресурсів і отримання необхідного прибутку від інвестиційної діяльності. Основним контрольним показником при цьому є рівень прибутку на інвестований капітал.

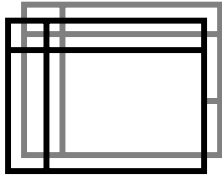
Центр прибутку — це структурний підрозділ, керівник якого несе відповідальність за доведені йому завдання з формування прибутку. У зв'язку з функціональним напрямом діяльності такий структурний підрозділ повністю контролює як формування доходів від реалізації продукції, так і обсяг витрат на її виготовлення.

Цільовий показник — фінансовий показник чи коефіцієнт, що використовується як критерій управління грошовими потоками суб'єкта господарювання (зокрема, оцінювання, планування, прогнозування і контролю руху грошових коштів).

Цінова політика — процедура обґрунтування масштабу цін на його продукцію (товари, роботи, послуги) і критеріїв її застосування щодо конкретних категорій покупців.

Ч

Чиста приведена вартість (NPV) — різниця між теперішньою вартістю чистого грошового потоку та вартістю інвестиційних витрат за проектом.



Література

1. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента: учеб. пособие / И. Т. Балабанов. — М.: Финансы и статистика, 2001.
2. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: в 2-х т. / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр; Эльга, 2009. — 1374 с.
3. Бланк И. А. Энциклопедия финансового менеджмента: в 4-х т. / И. А. Бланк. — К.: Ника-Центр; Эльга, 2003. — 1892 с.
4. Бланк И. О. Управління фінансами підприємств: підручник / Бланк І. О., Ситник Г. В. — К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2006. — 780 с.
5. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Брейли Р., Майерс С.; [пер. с англ. Н. Барышниковой]. — М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 1008 с.
6. Бригхем Е. Ф. Основы финансового менеджмента; / Е. Ф. Бригхем; [пер. с англ.]. — К.: ВАЗАКО: Молодь, 1997. — 1000 с.
7. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>
8. Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні: Закон України від 16.07.1999 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>
9. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua>
10. Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практ. пособие / М. А. Лимитовский, Е. Н. Лобанова, В. Б. Минасян, В. П. Паламарчук. — М.: Юрайт, 2015. — 990 с.
11. Костирко Л. А. Стратегічний фінансовий менеджмент: навч. посібник / Л. А. Костирко, Р. О. Костирко, Н. В. Темнікова. — Луганськ: Ноулідж, 2014. — 431 с.
12. Крамаренко Г. О. Фінансовий менеджмент: підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. — 2-ге вид. — К.: ЦУЛ, 2009. — 520 с.
13. Лук'яненко І. Г. Оцінювання інвестицій та цінних паперів у фінансовому менеджменті: навч. посібник / І. Лук'яненко. — К.: НаУКМА, 2012. — 227 с.
14. Мертенс А. Инвестиции / А. Мертенс. — К.: Инвест. агентство, 1997.
15. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / Момот Т.В., Безугла В.О., Тараруєв Ю.О., Кадничанський М.В., Чалий І.Г.; за ред. Момот Т. В. — К.: ЦУЛ, 2011. — 712 с.
16. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» [Електронний ресурс]: затверджене наказом МФУ від 07.02.2013 № 73. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>
17. Ніктбах Е. Фінанси / Е. Ніктбах, А. Гроппелі. — К.: Вік, Глобус, 1992. — 383 с.
18. Основы бюджетирования: навч. посібник / М. Д. Білик, Р. І. Заворотній, Л. І. Данілов [та ін.]; кер. кол. авт. і наук. ред. М. Д. Білик. — К.: КНЕУ, 2009. — 454 с.
19. Пазинич В. І. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / В. І. Пазинич, А. В. Шульшко. — К.: ЦУЛ, 2011. — 408 с.
20. Партин Г. О. Фінансовий менеджмент: [навч. посіб. для студ. спец. «Фінанси»] / Г. О. Партин, Н. Є. Селюченко. — Львів: Львівська політехніка, 2010. — 332 с.
21. Портфельне інвестування: підручник / О. Г. Шевченко, Т. В. Майорова, О. М. Юркевич; за наук. ред. О. Г. Шевченко, Т. В. Майорової. — К.: КНЕУ, 2010. — 407 с.

22. Росс С. Основы корпоративных финансов / Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.; [пер. с англ.]. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. — 704 с.
23. Савчук В. П. Управление финансами предприятий / В. П. Савчук. — 2-е изд., стереотип. — М.: БИНОМ, 2005. — 480 с.
24. Савчук В. П. Финансовый менеджмент: практическая энциклопедия / В. П. Савчук. — 3-е изд. — К.: Companion Group, 2008. — 878 с.
25. Ситник Л. С. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / Л. С. Ситник; Донецький національний університет. — К.: ЦУЛ, 2006. — 352 с.
26. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учебник / Т. В. Теплова. — М.: ГУ ВШЭ, 2000. — 656 с.
27. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг: навч. посібник / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. — К.: КНЕУ, 2013. — 407, [1] с.
28. Финансы корпораций: теория, методы и практика: [учебник для вузов] / Ф. Ли Ченг, Джозеф И. Финнерти; [пер. Б. С. Пинскер]. — М.: Инфра-М, 2000. — 685 с.
29. Фінанси підприємств: підручник / [А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк та ін.]; кер. кол. авторів. і наук. ред. А. М. Поддєрьогін; М-во освіти і науки, молоді та спорту України, ДВНЗ «Київський нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана». — 8-ме вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2013. — 520 с.
30. Фінанси. Бюджет. Податки: національна та міжнародна термінологія; [за ред. Т. І. Єфименко]: у 3-х т. / Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАНА, ДННУ, Академія фінансового управління. — К., 2010.
31. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / [О. О. Терещенко, Я. І. Невмерницький, А. П. Куліш, С. І. Терещенко та ін.]; за заг. ред. О. О. Терещенка. — К., 2003. — 554 с.
32. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / Т. І. Лепейко [та ін.]; М-во освіти і науки, молоді та спорту України, Харківський нац. економ. ун-т. — Харків: ХНЕУ, 2012. — 292 с.
33. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / Л. О. Коваленко, Л. М. Ремньова. — 3-тє вид., випр. і доп. — К.: Знання, 2008. — 483 с.
34. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / [за ред. Г. Г. Кірейцева] / М-во освіти і науки України. — 3-тє вид., перероб. і доп. — К.: ЦУЛ, 2004. — 530 с.
35. Фінансовий менеджмент: підручник / А. М. Поддєрьогін [та ін.]; кер. кол. авт. і наук. ред. А. М. Поддєрьогін; КНЕУ. — К.: КНЕУ, 2005. — 535 с.
36. Фінансовий менеджмент. Практикум: навч. посібник / Л. Ф. Буряк, М. Д. Білик, О. М. Грицино та ін.; за заг. ред. А. М. Поддєрьогіна. — К.: КНЕУ, 2015. — 335 с.
37. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / [за заг. ред. В. М. Бороноса]. — Суми: СумДУ, 2012. — 538 с.
38. Фінансовий менеджмент: навч. посібник / [за заг. ред. І. О. Школьник]. — К.: ЦУЛ, 2014. — 488 с.
39. Фінансовий аналіз: навч. посібник / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмержицька. — Вид. 2-ге, без змін. — К.: КНЕУ, 2009. — 588 с.
40. Фінансовий аналіз. Практикум: навч. посібник / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк [та ін.]; за заг. наук. ред. М. Д. Білик. — К.: КНЕУ, 2014. — 474 с.
41. Хорн Дж. К. Основы фінансового менеджмента / Джеймс К. Ван Хорн, Джон М. Вахович-мл.; [пер. с англ. О. Л. Пелявского]. — 12-е изд. — М.: Вильямс, 2008. — 1232 с.
42. Шарп У. Ф. Инвестиции / Шарп У. Ф., Александер Г. Д., Бэйли Д. В.; [пер. с англ.]. — М.: Инфра-М., 2003. — 1028 с.
43. Шелудько В. М. Фінансовий менеджмент: підручник / В. М. Шелудько. — 2-ге вид., стереотип. — К.: Знання, 2013. — 375 с.

Навчальне видання

ПОДДЕРЬОГІН Анатолій Микитович
БАБЯК Наталія Дмитрівна
БЛІИК Марія Дмитрівна та ін.

ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Підручник

*Керівник колективу авторів і науковий редактор
професор А. М. Поддєрьогін*

2-ге видання, перероблене

Редактор *І. Савлук*
Художник обкладинки *Є. Мироненко*
Коректор *Ю. Пригорницький*
Верстка *О. Федосенко*

Підп. до друку 04.05.17. Формат 70×100/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 43,21.
Обл.-вид. арк. 44,62. Наклад 300 пр. Зам. 17-5290.

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)
Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44
E-mail: publish@kneu.kiev.ua

Для нотаток