

**Київський національний торговельно-економічний
університет**

І. О. Бланк, Г. В. Ситник, В. С. Андрієць

**УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ
ПІДПРИЄМСТВ**

Підручник

2-ге видання, перероблене і доповнене

Київ 2018

Розповсюдження і тиражування без офіційного дозволу КНТЕУ заборонено

УДК 658.15
Б 68

Автори: І.О. Бланк, д-р екон. наук, проф.,
Г.В. Ситник, д-р екон. наук, доц.,
В.С. Андрієць, канд. екон. наук, ст. викл.

Рецензенти: В.А. Гросул, д-р екон. наук, проф., зав. кафедри економіки та управління, Харківський державний університет харчування та торгівлі;
О.О. Терещенко, д-р екон. наук, проф., зав. кафедри корпоративних фінансів та контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана»;
С.Г. Дрига, д-р екон. наук, проф., Київський національний торговельно-економічний університет;
В.М. Яшник, директор ТОВ «Теско-Сервіс»

*Рекомендовано до друку вченою радою
Київського національного торговельно-економічного університету
(протокол № 6 від 24 листопада 2016 р.)*

Бланк О.І.

Б 68 **Управління фінансами підприємств : підручник /**
І.О. Бланк, Г.В. Ситник, В.С. Андрієць. – 2-ге вид., переробл.
і доповн. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. – 792 с.
ISBN 978-966-629-846-4
DOI: 10.31617/p.knute.2017-1378

Підручник висвітлює основні питання з управління фінансами підприємств: концептуальні засади управління фінансами, методологічні засади побудови систем забезпечення управління фінансами підприємств, теоретичні засади і методичний інструментарій управління активами та капіталом підприємства, методологічні основи управління інвестиціями й грошовими потоками, питання управління фінансовими ризиками, основи антикризового фінансового управління. Підручник містить практикум, який дозволяє здійснити контроль рівня засвоєння теоретичного матеріалу за допомогою питань і тестових завдань, опанувати практичний інструментарій управління фінансами підприємств на основі вирішення ситуаційних вправ.

Розрахований для студентів та викладачів економічних вузів, буде корисним для керівників і фінансових менеджерів підприємств.

УДК 658.15

ISBN 978-966-629-846-4

- © Бланк І. О., Ситник Г. В., 2006
- © Бланк І. О., Ситник Г.В., Андрієць В. С., перероблення і доповнення, 2017
- © Київський національний торговельно-економічний університет, 2006
- © Київський національний торговельно-економічний університет, 2017

ЗМІСТ

ВСТУП	8
РОЗДІЛ 1. Концептуальні засади управління фінансами підприємств.....	10
Глава 1. Сутність, мета і функції управління фінансами підприємств.....	10
1.1. Сутність, мета і завдання управління фінансами підприємств	10
1.2. Функції управління фінансами підприємств.....	16
1.3. Економічний механізм управління фінансами підприємств	21
Глава 2. Методологічні засади формування систем забезпечення управління фінансами підприємств.....	24
2.1. Система інформаційного забезпечення управління фінансами	24
2.2. Системи та методи фінансового аналізу	33
2.3. Системи та методи фінансового планування.....	61
2.4. Системи та методи внутрішнього фінансового контролю й фінансового контролінгу.....	89
<i>Висновки до розділу 1</i>	<i>98</i>
<i>Практикум до розділу 1</i>	<i>100</i>
РОЗДІЛ 2. Фінансова стратегія підприємства	110
Глава 3. Сутність фінансової стратегії підприємства та методи її розробки	110
3.1. Поняття фінансової стратегії підприємства, принципи та послідовність її розробки.....	110
3.2. Стратегічний фінансовий аналіз та методи його здійснення	121
3.3. Формування стратегічних цілей фінансової діяльності.....	132
3.4. Прийняття стратегічних фінансових рішень.....	143
Глава 4. Оцінка фінансової стратегії та управління її реалізацією	152
4.1. Оцінка розробленої фінансової стратегії.....	152
4.2. Управління реалізацією фінансової стратегії та контроль за її виконанням.....	155
<i>Висновки до розділу 2</i>	<i>164</i>
<i>Практикум до розділу 2</i>	<i>166</i>

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

РОЗДІЛ 3. Управління активами	179
Глава 5. Загальні основи управління активами підприємства	179
5.1. Сутність і завдання управління операційними активами	179
5.2. Принципи формування операційних активів	182
Глава 6. Управління оборотними активами	193
6.1. Склад оборотних активів підприємства та особливості фінансового управління ними	193
6.2. Управління запасами	207
6.3. Управління поточною дебіторською заборгованістю	222
6.4. Управління грошовими активами	240
6.5. Управління фінансуванням оборотних активів	255
Глава 7. Управління необоротними активами	263
7.1. Склад необоротних активів підприємства та особливості фінансового управління ними	263
7.2. Управління оновленням необоротних операційних активів	276
7.3. Управління фінансуванням необоротних операційних активів	281
<i>Висновки до розділу 3</i>	285
<i>Практикум до розділу 3</i>	286
РОЗДІЛ 4. Управління капіталом	301
Глава 8. Загальні основи управління капіталом підприємства	301
8.1. Сутність та завдання управління капіталом	301
8.2. Принципи формування капіталу новостворюваного підприємства	304
8.3. Управління вартістю капіталу	314
8.4. Управління структурою капіталу	326
Глава 9. Управління власним капіталом	337
9.1. Склад власного капіталу та особливості формування власних фінансових ресурсів підприємства	337
9.2. Фінансові механізми управління формуванням операційного прибутку	344
9.3. Дивідендна політика	366
9.4. Управління емісією акцій	374

ЗМІСТ

Глава 10. Управління позиковим капіталом	378
10.1. Склад позикового капіталу підприємства та механізм його залучення	378
10.2. Управління залученням банківського кредиту.....	387
10.3. Управління фінансовим лізингом	397
10.4. Управління облігаційною позикою	407
10.5. Управління залученням товарного кредиту.....	413
10.6. Управління поточними зобов'язаннями за розрахунками	418
<i>Висновки до розділу 4</i>	426
<i>Практикум до розділу 4</i>	429
РОЗДІЛ 5. Управління інвестиціями	442
Глава 11. Загальні основи управління інвестиціями підприємства	442
11.1. Економічна сутність та класифікація інвестицій підприємства	442
11.2. Сутність та завдання управління інвестиціями.....	448
11.3. Принципи формування інвестиційної політики підприємства	452
Глава 12. Управління реальними інвестиціями	463
12.1. Форми реальних інвестицій та особливості фінансового управління ними	463
12.2. Види інвестиційних проектів і вимоги до їх розробки	470
12.3. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів	477
12.4. Формування програми реальних інвестицій.....	490
12.5. Ризик та реальні опції у оцінюванні реальних інвестиційних проектів	501
Глава 13. Управління фінансовими інвестиціями	513
13.1. Форми фінансових інвестицій та особливості управління ними	513
13.2. Оцінка вартості окремих фінансових інструментів інвестування.....	519
13.3. Формування портфеля фінансових інвестицій	529
<i>Висновки до розділу 5</i>	547
<i>Практикум до розділу 5</i>	549
РОЗДІЛ 6. Управління грошовими потоками	557
Глава 14. Загальні основи управління грошовими потоками підприємства	557
14.1. Сутність та класифікація грошових потоків підприємства.....	557

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

14.2. Сутність, мета та завдання управління грошовими потоками підприємства	565
Глава 15. Аналіз грошових потоків підприємства	569
15.1. Методи ідентифікації грошових потоків підприємства	569
15.2. Сутність та методи аналізу грошових потоків підприємства	573
Глава 16. Оптимізація грошових потоків підприємства	591
16.1. Сутність та напрями оптимізації грошових потоків підприємства	591
16.2. Сутність та методи збалансування грошових потоків підприємства	598
16.3. Сутність та методи вирівнювання і синхронізації грошових потоків підприємства	602
Глава 17. Планування грошових потоків підприємства	610
17.1. Сутність і порядок розробки плану надходження та витрачання грошових коштів	610
17.2. Сутність та порядок розробки платіжного календаря	620
<i>Висновки до розділу 6</i>	<i>622</i>
<i>Практикум до розділу 6</i>	<i>624</i>
РОЗДІЛ 7. Управління фінансовими ризиками	636
Глава 18. Загальні основи управління фінансовими ризиками підприємства	636
18.1. Економічна сутність та класифікація фінансових ризиків підприємства	636
18.2. Сутність та завдання управління фінансовими ризиками	643
18.3. Методичний інструментарій врахування фактора ризику у фінансових операціях	653
18.4. Методи обґрунтування управлінських рішень в умовах ризику й невизначеності	663
Глава 19. Механізми нейтралізації фінансових ризиків	671
19.1. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків	671
19.2. Форми та види страхування фінансових ризиків	683
<i>Висновки до розділу 7</i>	<i>697</i>
<i>Практикум до розділу 7</i>	<i>699</i>

ЗМІСТ

РОЗДІЛ 8. Антикризове фінансове управління	708
Глава 20. Загальні основи управління підприємством в умовах фінансової кризи	708
20.1. Сутність і класифікація фінансових криз підприємства.....	708
20.2. Сутність, завдання й принципи антикризового фінансового управління підприємством	712
20.3. Зміст процесу антикризового фінансового управління підприємством	718
Глава 21. Діагностика фінансової кризи підприємства	725
21.1. Система експрес-діагностики кризових симптомів фінансового розвитку підприємства	725
21.2. Система фундаментальної діагностики фінансової кризи підприємства	729
Глава 22. Фінансове управління процесами стабілізації, реорганізації і ліквідації підприємства	737
22.1. Використання внутрішніх механізмів фінансової стабілізації підприємства.....	737
22.2. Реструктуризація заборгованості підприємства у процесі його фінансової санації	751
22.3. Фінансові аспекти реорганізації підприємств	757
22.4. Фінансове забезпечення ліквідаційних процедур при банкрутстві підприємства.....	767
<i>Висновки до розділу 8</i>	<i>771</i>
<i>Практикум до розділу 8</i>	<i>773</i>
СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ	783
ІМЕННИЙ ПОКАЖЧИК	786

ВСТУП

Умови жорсткої конкуренції, динамічні зміни у зовнішньому середовищі, високий рівень ризиків потребують нових підходів до управління підприємством. Важливе місце у системі менеджмента підприємства посідає управління фінансами, від ефективності та якості якого залежить рівень рентабельності підприємства, його платоспроможність і фінансова стійкість, темпи його економічного зростання та ринкова вартість. Управління фінансами впевнено увійшло у вітчизняну практику господарювання, застосовуючи багатий арсенал методів, що накопичений ринковою економікою. З цією сферою управління підприємствами пов'язані досить вагомі досягнення – найбільша кількість нобелівських премій у галузі економіки присуджено за розробки ефективних методів фінансового управління.

Складна економічна ситуація вимагає від підприємства досягнення найкращих результатів діяльності в умовах обмежених фінансових ресурсів, несприятливих і надто волатильних параметрів фінансового середовища. Це потребує вирішення питань щодо розробки раціональної фінансової стратегії, забезпечення ефективного управління активами, пошуку адекватних джерел фінансування, встановлення оптимальних пропорцій у структурі капіталу, вибору та реалізації ефективних інвестиційних рішень, забезпечення збалансованого грошового обороту, мінімізації фінансових ризиків і попередження кризових явищ у діяльності підприємства. Цей спектр питань є предметом вивчення спеціальної дисципліни – управління фінансами підприємств.

Підручник «Управління фінансами підприємств» висвітлює основне коло питань, пов'язаних з управлінням фінансовою діяльністю підприємства. Підручник є результатом вивчення та узагальнення основних теоретичних концепцій фінансового менеджменту, сучасних методичних підходів і практичного інструментарію управління фінансами, що накопичені світовим досвідом, власних досліджень авторів у цій галузі. Він складається з окремих розділів, які розкривають концептуальні основи управління фінансами, методологічні основи побудови систем забезпечення управління фінансами підприємств, питання управління активами, управління капіталом підприємств, методологічний інструментарій управління інвестиціями підприємств, теоретичні засади управління грошовими потоками підприємств, управління фінансовими ризиками, основи антикризового фінансового управління. Кожний розділ підручника містить практичну частину, котра складається з питань для контролю знань студентів, тестових завдань і задач для набуття практичних навичок з управління фінансами підприємств. Така структура підручника дозволяє читачам дослідити теоретичні аспекти управління фінан-

ВСТУП

сами підприємств, здійснити контроль знань за допомогою питань і тестових завдань, спробувати застосувати теоретичні знання для розв'язання практичних ситуацій з метою набуття практичних навичок.

Підручник підготовлено відповідно до програми дисципліни «Управління фінансами підприємств і об'єднань» з урахуванням досвіду викладання цієї дисципліни на кафедрі економіки та фінансів підприємства Київського національного торговельно-економічного університету. Видання узагальнює сучасні теоретичні основи корпоративних фінансів, наукові й методичні здобутки кафедри з питань управління фінансами підприємства.

Підручник відповідає структурно-логічній схемі підготовки бакалаврів спеціалізації «Фінанси підприємства», враховує взаємозв'язок курсу «Управління фінансами підприємств і об'єднань» з такими дисциплінами освітньо-професійних програм як «Макроекономіка», «Мікроекономіка», «Менеджмент», «Маркетинг», «Економіка підприємства», «Фінанси підприємства», «Бухгалтерський облік», «Статистика», «Теорія економічного аналізу» та інші.

Друге видання доповнено актуальними результатами наукової праці авторів підручника, що здійснювалась ними на кафедрі економіки та фінансів підприємства, приведено термінологію у відповідність до змін нормативно-правових актів України, стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності, розширено практикум.

Видання дозволяє послідовно та комплексно дослідити основні питання управління фінансами підприємств, опанувати методичні підходи та практичний інструментарій їхнього розв'язання.

РОЗДІЛ 1

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Глава 1

СУТНІСТЬ, МЕТА І ФУНКЦІЇ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. Сутність, мета і завдання управління фінансами підприємств

У системі управління різними аспектами діяльності будь-якого підприємства в сучасних умовах найбільш складною і відповідальною ланкою є управління фінансами. У країнах з ринковою економікою принципи та методи цього управління ще на рубежі XIX–XX ст. оформилися у спеціалізовану галузь знань, що отримала назву «фінансовий менеджмент». Сучасна парадигма управління фінансами підприємств базується на теоретичних висновках багатьох наукових дисциплін і відображає взаємозв'язок механізмів цього управління із механізмами функціонування та інструментами фінансового ринку.

Управління фінансами підприємств є системою принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів підприємства та організацією обороту його коштів.

Ефективне управління фінансовою діяльністю підприємства забезпечується реалізацією низки принципів, основні з яких зазначені на рис. 1.1.

1. Інтегрованість із загальною системою управління підприємством. У якій би сфері діяльності підприємства не приймалося управлінське рішення, воно прямо або опосередковано впливає на формування грошових потоків і результати фінансової діяльності. Управління фінансами безпосередньо пов'язане з операційним менеджментом, інноваційним менеджментом, менеджментом персоналу та деякими іншими видами функціонального менеджменту. Це визначає необхідність органічної інтегрованості управління фінансами із загальною системою управління підприємством.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 1.1. Основні принципи управління фінансами

2. Комплексний характер формування управлінських рішень.

Усі управлінські рішення у сфері формування, розподілу й використання фінансових ресурсів та організації грошового обігу підприємства є взаємозалежними і здійснюють прямий або непрямий вплив на результати його фінансової діяльності. У деяких випадках цей вплив може мати суперечливий характер. Так, наприклад, здійснення високоприбуткових фінансових інвестицій може спричинити дефіцит фінансування виробничої діяльності і, як наслідок, істотно зменшити розмір операційного прибутку (тобто знизити потенціал формування власних фінансових ресурсів). Саме тому управління фінансами має розглядатися як комплексна керуюча система, що забезпечує розробку взаємозалежних управлінських рішень, кожне з яких має свій внесок у загальну результативність фінансової діяльності підприємства.

3. Високий динамізм управління. Навіть найбільш ефективні управлінські рішення у сфері формування й використання фінансових ресурсів та оптимізації грошового обігу, розроблені і реалізовані на підприємстві у попередньому періоді, не завжди можуть бути повторно використані на наступних етапах його фінансової діяльності. Насамперед, це пов'язано з високим рівнем динамічності факторів зовнішнього середовища на стадії переходу до ринкової економіки та, у першу чергу, – зі зміною кон'юнктури фінансового ринку. Окрім того, змінюються у часі й внутрішні умови функціонування підприємства, особливо

на етапах переходу до наступних стадій його життєвого циклу. Тож управлінню фінансами повинен бути властивий високий динамізм, що враховує зміну факторів зовнішнього середовища, ресурсного потенціалу, форм організації виробничої і фінансової діяльності, фінансового стану та інших параметрів функціонування підприємства.

4. Варіативність підходів до розробки окремих управлінських рішень. Реалізація цього принципу припускає, що підготовка кожного управлінського рішення у сфері формування та використання фінансових ресурсів і організації грошового обігу має враховувати альтернативні можливості дій. При наявності альтернативних проектів управлінських рішень їхній вибір для реалізації повинен ґрунтуватися на системі критеріїв, котрі визначають фінансову філософію, фінансову стратегію або конкретну фінансову політику підприємства. Система таких критеріїв розроблюється самим підприємством.

5. Орієнтованість на стратегічні цілі розвитку підприємства. Якими б ефективними не здавалися ті або інші проекти управлінських рішень у сфері фінансової діяльності у поточному періоді, вони мають бути відхилені у разі їх протиріччя місії (головній меті діяльності) підприємства, стратегічним напрямом його розвитку, негативного впливу на економічну базу формування високих обсягів власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел у майбутньому періоді.

Ефективне управління фінансами, що організоване з урахуванням викладених принципів, дозволяє формувати необхідний ресурсний потенціал високих темпів приросту операційної діяльності підприємства, забезпечувати постійне зростання власного капіталу, істотно підвищувати його конкурентну позицію на товарному та фінансовому ринках, забезпечувати стабільний економічний розвиток у стратегічній перспективі.

З урахуванням змісту й принципів управління фінансами формулюються його цілі та завдання.

Головною метою управління фінансами є максимізація добробуту власників підприємства у поточному та перспективному періоді, що забезпечується шляхом максимізації його ринкової вартості.

Таким чином, особливістю сучасної парадигми управління фінансами є його вартісно-орієнтований характер. Концепція вартісно-орієнтованого управління (VBM) містить різні моделі оцінювання вартості підприємства. Усі вони можуть бути застосовані як основа управління фінансами підприємства (табл. 1.1).

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Таблиця 1.1

Сучасні VBM-концепції

Концепція/автор	Коротка характеристика
Концепція акціонерної доданої вартості: SVA (Shareholder Value Added) / А. Раппапорт (1986)	Дозволяє пов'язувати фундаментальну та ринкову вартість підприємства; ґрунтується на оцінці прирощення акціонерного капіталу – різниці між його вартістю за умови впровадження стратегії розвитку та поточною ринковою ціною акцій
Концепція економічної доданої вартості: EVA (Economic Value Added) / Стерн Стюарт (1985)	Передбачає оцінку економічного прибутку як різницю між чистим операційним прибутком підприємства та витратами на інвестований капітал
Концепція управління грошовою дохідністю: CVA (Cash Value Added) / Левіс (1995)	Ґрунтується на вимірюванні грошової дохідності підприємства
Концепція грошової віддачі інвестицій: CFROI (Cash Flow Return on Investment) / Консалтингова компанія «HOLT Value Associates»	Орієнтується на норму дохідності акціонерного капіталу через оцінювання грошових потоків від інвестування капіталу
Концепція управління на основі очікувань: EBM (Expectation-Based Management) / Консалтингова компанія «MONITOR Group»	Пов'язує курс акцій з ефективністю діяльності компанії
Концепція управління ринковою доданою вартістю: MVA (Market Value Added) / (1996)	Оцінка ринкової вартості підприємства на основі грошових потоків на власний та позиковий капітал
Модель Едварда-Бела-Ольсона: EBO	Модифікація концепції EVA, що оцінює додану економічну вартість лише на власний капітал
Концепція залишкового грошового потоку RCF (Residual Cash Flow)	Оцінка вартості підприємства ґрунтується на оцінках вільного грошового потоку підприємства
Концепція доданого грошового потоку: CFA (Cash Flow Added)	Оцінює різницю між скоригованими грошовими потоками та скоригованими витратами на капітал
Концепція фінансової та економічної доданої вартості: FEVA (Financial and Economic Added)	Спроба об'єднати моделі фінансової й економічної доданої вартості шляхом виявлення відповідних фінансових та економічних факторів

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

У процесі реалізації своєї головної мети управління фінансами спрямоване на реалізацію наступних основних завдань (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Система основних завдань, спрямованих на реалізацію головної мети управління фінансами

Головна мета управління фінансами	Основні завдання управління фінансами, спрямовані на реалізацію його головної мети
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКСИМІЗАЦІЇ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ПІДПРИЄМСТВА	1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до завдань розвитку підприємства у майбутньому періоді. 2. Забезпечення найбільш ефективного розподілу та використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства. 3. Оптимізація грошового обігу. 4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбаченому рівні фінансового ризику. 5. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбаченому рівні прибутку. 6. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку. 7. Забезпечення можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення господарської діяльності

1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів відповідно до завдань розвитку підприємства у майбутньому періоді. Це завдання реалізується шляхом визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на майбутній період, максимізації обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залученням позикового капіталу, оптимізації структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.

2. Забезпечення найбільш ефективного розподілу та використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства. Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення необхідної пропорційності їхнього використання на цілі економічного та соціального розвитку, виплату необхідного рівня доходів на інвестований капітал власникам підприємства тощо.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

У процесі господарського використання сформованих фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства мають бути враховані стратегічні цілі його розвитку та можливий рівень віддачі інвестованих коштів.

3. Оптимізація грошового обігу. Це завдання вирішується за допомогою ефективного управління грошовими потоками підприємства у процесі обігу його грошових коштів, забезпеченням синхронізації обсягів надходження та витрачання грошових коштів у окремих періодах, підтримкою необхідної ліквідності його оборотних активів. Одним з результатів такої оптимізації є визначення середнього залишку вільних грошових активів, що забезпечує зниження втрат від їхнього неефективного використання та інфляційну захищеність.

4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбаченому рівні фінансового ризику. Максимізація прибутку досягається за рахунок ефективного управління активами, залучення у господарський оборот позикових фінансових ресурсів, вибору найбільш ефективних напрямів операційної та фінансової діяльності. При цьому для досягнення цілей економічного розвитку підприємство має орієнтуватися на максимізацію не валового, а чистого прибутку, який залишається у його розпорядженні, що вимагає здійснення ефективної податкової, амортизаційної та дивідендної політики. Вирішуючи це завдання, необхідно мати на увазі, що максимізація рівня прибутку досягається, як правило, при істотному зростанні рівня фінансових ризиків, оскільки між даними двома показниками існує прямий зв'язок. Саме тому максимізація прибутку повинна забезпечуватися у межах припустимого фінансового ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням їхніх ризикових переваг (відношення до ступеня припустимого ризику при здійсненні господарської діяльності).

5. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбаченому рівні прибутку. Якщо рівень прибутку заданий або спланований заздалегідь, то важливим завданням є зниження рівня фінансового ризику, що забезпечує одержання цього прибутку. Така мінімізація може бути забезпечена шляхом диверсифікації операційної і фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою й запобіганням окремим фінансовим ризикам, ефективними формами їхнього внутрішнього і зовнішнього страхування.

6. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку. Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на усіх етапах його розвитку та забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу й активів, ефективними пропорціями у обсягах формування фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, достатнім рівнем самофінансування інвестиційних потреб.

7. Забезпечення можливостей швидкого реінвестування капіталу при зміні зовнішніх і внутрішніх умов здійснення господарської діяльності. Мінлива економічна політика держави, зміни кон'юнктури товарного або фінансового ринків у цілому або окремих їх сегментів, виникнення нових стратегічних завдань розвитку підприємства, зниження віддачі капіталу в окремих секторах господарської діяльності можуть потребувати швидкого його реінвестування у нові високоприбуткові проекти, що забезпечують зростання ринкової вартості підприємства. Найважливішою умовою забезпечення можливостей такого реінвестування капіталу є оптимізація рівня ліквідності як функціонуючих активів, так і інвестиційної програми, що реалізується підприємством, у розрізі складових її інвестиційних проектів.

Усі розглянуті завдання управління фінансами є взаємозалежними, хоча окремі з них і мають різноспрямований характер (наприклад, забезпечення максимізації суми прибутку при мінімізації рівня фінансового ризику; забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів і постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку тощо). Саме тому у процесі управління фінансами окремі завдання повинні бути оптимізовані між собою для найбільш ефективної реалізації його головної мети.

1.2. Функції управління фінансами підприємств

Управління фінансами реалізує свою головну мету та основні завдання шляхом здійснення визначених функцій. Функції управління фінансами спрямовані на реалізацію загальних функцій фінансів підприємства і конкретизуються з урахуванням особливостей управління окремими аспектами його фінансової діяльності. Ці функції підрозділяються на дві основні групи, які визначаються комплексним змістом цього виду функціонального управління:

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- 1) функції управління фінансами як керуючої системи** (склад цих функцій у цілому характерний для будь-якого виду менеджменту, хоча й повинен ураховувати його специфіку);
- 2) функції управління фінансами як спеціальної функціональної сфери менеджменту підприємства** (склад цих функцій визначається конкретним об'єктом фінансового управління).

У найбільш загальному вигляді склад основних функцій управління фінансами у розрізі цих груп представлений на рис. 1.2.

Розглянемо зміст основних функцій управління фінансами у розрізі окремих груп.

Основні функції управління фінансами у групі функцій управління фінансами як керуючої системи:

1. *Розробка фінансової стратегії підприємства.* У процесі реалізації цієї функції, виходячи із загальної стратегії економічного розвитку підприємства та прогнозу кон'юнктури фінансового ринку, формується система цілей і цільових показників фінансової діяльності на довгостроковий період; визначаються пріоритетні завдання, котрі необхідно розв'язати у найближчій перспективі, та розробляється політика дій підприємства за основними напрямками його фінансового розвитку. Фінансова стратегія підприємства розглядається як невід'ємна складова частина загальної стратегії його економічного розвитку.

2. *Створення організаційних структур, що забезпечують прийняття та реалізацію управлінських рішень за усіма аспектами фінансової діяльності підприємства.* Такі структури будуються за ієрархічною або функціональною ознакою з виокремленням конкретних «центрів відповідальності». У процесі реалізації цієї функції управління фінансами необхідно забезпечувати постійну адаптацію таких організаційних структур до мінливих умов функціонування підприємства та напрямів фінансової діяльності. Організаційні структури управління фінансами мають бути інтегровані у загальну організаційну структуру управління підприємством.

3. *Формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів управлінських рішень.* У процесі реалізації цієї функції повинні бути визначені обсяги та зміст інформаційних потреб управління фінансами; сформовані зовнішні й внутрішні джерела інформації, котрі задовольняють такі потреби; організований постійний моніторинг фінансового стану підприємства і кон'юнктури фінансового ринку.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

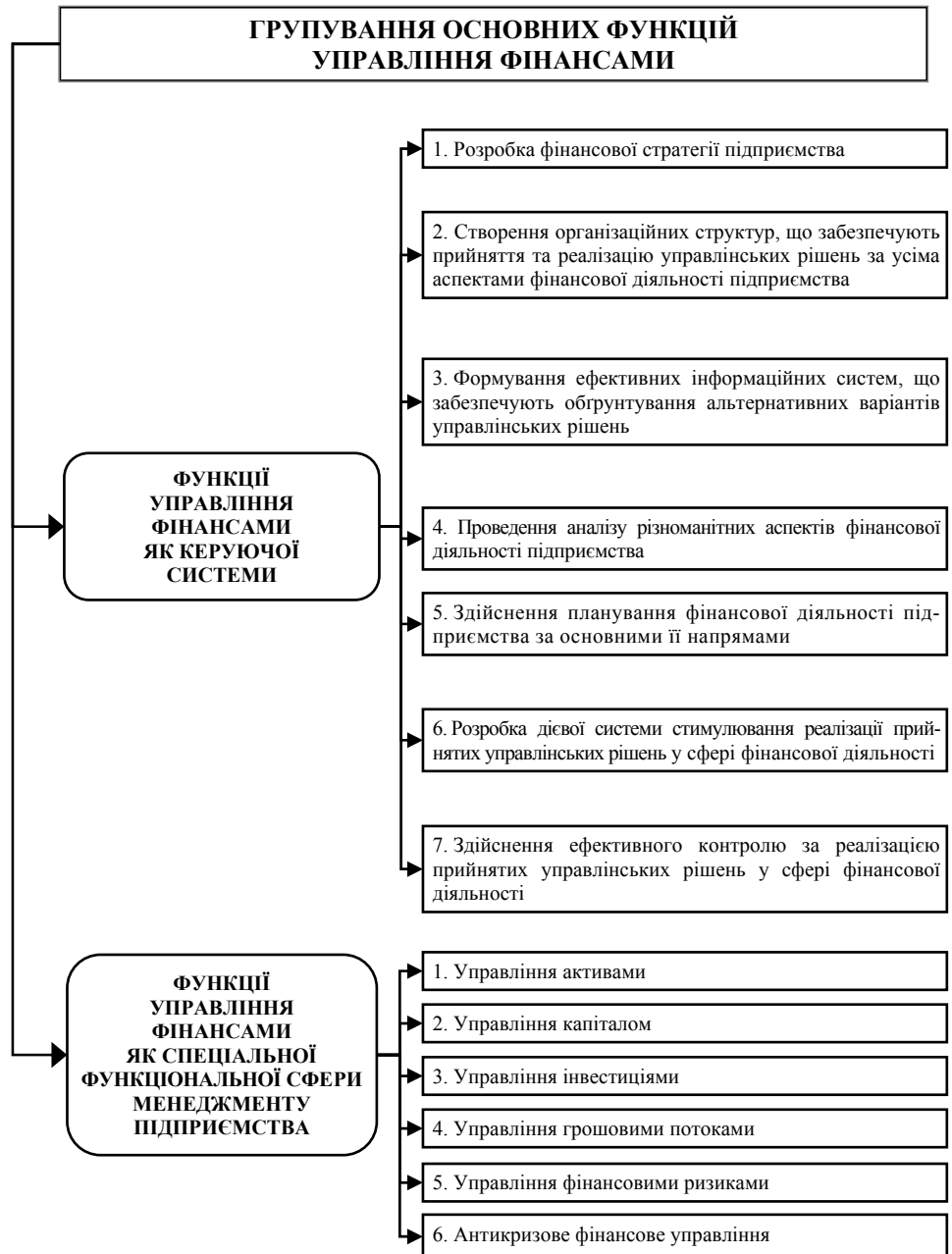


Рис. 1.2. Характеристика основних функцій управління фінансами у розрізі окремих груп

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

4. *Проведення аналізу різноманітних аспектів фінансової діяльності підприємств.* У процесі реалізації даної функції проводяться експрес- та поглиблений аналіз окремих фінансових операцій; результатів фінансової діяльності окремих дочірніх підприємств, філій та «центрів відповідальності»; узагальнених результатів фінансової діяльності підприємства у цілому та у розрізі окремих її напрямів.

5. *Здійснення планування фінансової діяльності підприємства за основними її напрямками.* Реалізація цієї функції фінансового менеджменту пов'язана з розробкою системи поточних планів та оперативних бюджетів у розрізі основних напрямків фінансової діяльності, різних структурних підрозділів і по підприємству у цілому. Основою такого планування є розроблена фінансова стратегія підприємства, що потребує конкретизації на кожному етапі його розвитку.

6. *Розробка діючої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень у сфері фінансової діяльності.* У процесі реалізації цієї функції формується система заохочення та санкцій у розрізі головних менеджерів і менеджерів окремих структурних підрозділів підприємства за виконання або невиконання встановлених цільових фінансових показників, фінансових нормативів і планових завдань. Індивідуалізація такої системи стимулювання забезпечується шляхом впровадження контрактної форми оплати праці керівників підрозділів та фінансових менеджерів.

7. *Здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у сфері фінансової діяльності.* Реалізація даної функції управління фінансами пов'язана зі створенням систем внутрішнього контролю на підприємстві, розподілом контрольних обов'язків окремих служб та фінансових менеджерів, визначенням системи показників, що контролюються, і контрольних періодів, оперативним реагуванням на результати контролю, що здійснюється.

Основні функції управління фінансами у групі функцій управління фінансами як спеціальної функціональної галузі менеджменту підприємства:

1. *Управління активами.* Функціями даного виду управління є виявлення реальної потреби в окремих видах активів з урахуванням планованих обсягів операційної діяльності підприємства та визначення їх суми у цілому, оптимізація складу активів з позицій ефективності їх комплексного використання, забезпечення ліквідності окремих видів оборотних активів та прискорення циклу їхнього обороту, вибір ефективних форм і джерел їх фінансування.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

2. *Управління капіталом.* У процесі реалізації даної функції визначається загальна потреба у капіталі для фінансування активів підприємства, що формуються; здійснюється оптимізація структури капіталу з метою забезпечення найбільш ефективного його використання; розробляється система заходів щодо рефінансування капіталу у найбільш ефективні види активів.

3. *Управління інвестиціями.* Функціями цього управління є формування найважливіших напрямів інвестиційної діяльності підприємства; оцінка інвестиційної привабливості окремих реальних проектів та фінансових інструментів і відбір найбільш ефективних з них; формування реальних інвестиційних програм та портфеля фінансових інвестицій; вибір найбільш ефективних форм фінансування інвестицій.

4. *Управління грошовими потоками.* Функціями цього управління є формування вхідних та вихідних потоків грошових коштів підприємства, їх синхронізація за обсягами та у часі в окремих майбутніх періодах, ефективне використання залишку тимчасово вільних грошових активів.

5. *Управління фінансовими ризиками.* У процесі реалізації даної функції визначається склад основних фінансових ризиків, що притаманні господарській діяльності цього підприємства; здійснюється оцінка рівня таких ризиків та обсяг можливих фінансових втрат, що пов'язані з ними, у розрізі окремих операцій і по господарській діяльності у цілому; формується система заходів щодо профілактики й мінімізації окремих фінансових ризиків, а також їх страхуванню.

6. *Антикризове фінансове управління.* Функціями такого управління є постійний моніторинг фінансового стану підприємства з метою своєчасного діагностування симптомів фінансової кризи, визначення масштабів кризового стану підприємства та факторів, які його спричиняють; визначення форм і методів використання внутрішніх механізмів антикризового фінансового управління підприємством, а у разі необхідності – форм його зовнішньої санації або реорганізації.

Основні функції управління фінансами як спеціальної функціональної сфери менеджменту підприємства представлені у найбільш агрегованому виді. Кожна з цих функцій може бути конкретизована більш цілеспрямовано з урахуванням специфіки підприємства як об'єкта фінансового управління та основних форм його фінансової діяльності.

1.3. Економічний механізм управління фінансами підприємств

Процес управління фінансовою діяльністю підприємства ґрунтується на певному механізмі. **Економічний механізм управління фінансами є сукупністю основних елементів впливу на процес розробки та реалізації управлінських рішень у сфері фінансової діяльності підприємства.** До структури механізму управління фінансами входять зазначені на рис. 1.3 елементи.



Рис. 1.3. Склад основних елементів механізму управління фінансами підприємств

1. Система регулювання фінансової діяльності включає зазначене нижче.

- *Державне нормативно-правове регулювання фінансової діяльності підприємства.* Прийняття законів та інших нормативних актів, що регулюють фінансову діяльність підприємств, є одним з напрямів реалізації внутрішньої фінансової політики держави. Законодавчі й нормативні засади такої політики регулюють фінансову діяльність підприємства у різних формах.

- *Ринковий механізм регулювання фінансової діяльності підприємства.* Цей механізм формується насамперед у сфері фінансового ринку у розрізі окремих його видів та сегментів. Попит і пропозиція на фінансовому ринку формують рівень цін (ставки відсотка) та котировок по окремих фінансових інструментах, визначають доступність кредитних ресурсів у національній та іноземній валютах, виявляють середню норму дохідності капіталу, визначають систему ліквідності окремих фондових і грошових інструментів, що використовуються підприємством у процесі своєї фінансової діяльності. У перебігу поглиблення ринкових відносин значення ринкового механізму регулювання фінансової діяльності підприємств буде зростати.
- *Внутрішній механізм регулювання окремих аспектів фінансової діяльності підприємства.* Механізм такого регулювання формується у межах самого підприємства, відповідно регламентуючи ті або інші оперативні управлінські рішення з питань його фінансової діяльності. Так, низка аспектів фінансової діяльності регулюється вимогами статуту підприємства. Окремі з цих аспектів регулюються розробленими на підприємстві фінансовою стратегією та цільовою фінансовою політикою по окремих напрямках фінансової діяльності. Окрім того, на підприємстві може бути розроблена й затверджена система внутрішніх нормативів та вимог по окремих аспектах фінансової діяльності.

2. Система зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємств включає зазначене нижче.

- *Державне та інші зовнішні форми фінансування підприємства.* Цей механізм характеризує форми фінансування розвитку підприємства державною бюджетною системою, позабюджетними (цільовими) фондами, а також іншими недержавними фондами сприяння розвитку бізнесу.
- *Кредитування підприємства.* Цей механізм ґрунтується на наданні підприємству різними кредитними інститутами різноманітних форм кредиту на зворотній основі на визначений термін під певний відсоток. Розрізняють фінансовий кредит, що надається банками; фінансовий кредит, котрий надається небанківськими установами; товарний (комерційний) кредит, який надається господарськими партнерами, тощо.
- *Лізинг (оренда).* Такий механізм ґрунтується на наданні у користування підприємству цілісного майнового комплексу, окремих видів необоротних активів за визначену плату на передбачений період. Основними формами лізингу, що використовується у сучасній фінансовій практиці, є оперативний лізинг; фінансовий лізинг; зворотний лізинг.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- *Страховання.* Механізм страхування спрямований на фінансовий захист активів підприємства та відшкодування можливих його збитків при настанні окремих фінансових ризиків (страхової події). Розрізняють внутрішнє й зовнішнє страхування фінансових ризиків.
- *Інші форми зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємства.* До них можна віднести ліцензування, державну експертизу інвестиційних проектів, селенг тощо.

3. Система фінансових важелів включає наступні основні форми впливу на процес прийняття та реалізації управлінських рішень у сфері фінансової діяльності:

- *ціну;*
- *відсоток;*
- *прибуток;*
- *амортизаційні відрахування;*
- *чистий грошовий потік;*
- *дивіденди;*
- *пені, штрафи, неустойки;*
- *інші економічні важелі.*

4. Система фінансових методів складається з наступних основних способів і прийомів, за допомогою яких обґрунтовуються й контролюються конкретні управлінські рішення у різних сферах фінансової діяльності підприємства:

- *метод техніко-економічних розрахунків;*
- *балансовий метод;*
- *економіко-статистичні методи;*
- *економіко-математичні методи;*
- *експертні методи (методи експертних оцінок);*
- *методи дисконтування вартості;*
- *методи нарощування вартості (компаундінга);*
- *методи диверсифікації;*
- *методи амортизації активів;*
- *методи хеджування;*
- *інші фінансові методи.*

5. Система фінансових інструментів складається з наступних контрактних зобов'язань, що забезпечують механізм реалізації окремих управлінських рішень підприємства та закріплюють його фінансові відносини з іншими економічними об'єктами:

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- *платіжні інструменти* (платіжні доручення, чеки, акредитиви тощо);
- *кредитні інструменти* (договори про кредитування, векселі тощо);
- *депозитні інструменти* (депозитні договори, депозитні сертифікати тощо);
- *інструменти інвестування* (акції, інвестиційні сертифікати тощо);
- *інструменти страхування* (страховий договір, страховий поліс тощо);
- *інші види фінансових інструментів*.

Ефективний механізм управління фінансами дозволяє у повному обсязі реалізувати визначені цілі й завдання, сприяє результативному здійсненню функцій цього управління.

Глава 2

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СИСТЕМ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

2.1. Система інформаційного забезпечення управління фінансами

Інформаційна система (або система інформаційного забезпечення) управління фінансами характеризується як функціональний комплекс, що забезпечує процес безперервного цілеспрямованого добору відповідних інформативних показників, які необхідні для здійснення аналізу, планування та підготовки ефективних оперативних управлінських рішень за усіма аспектами фінансової діяльності підприємства.

Зміст системи інформаційного забезпечення управління фінансами, її широта й глибина визначаються галузевими особливостями діяльності підприємств, його організаційно-правовою формою функціонування, обсягом і ступенем диверсифікації фінансової діяльності тощо.

Структуру основних елементів системи інформаційного забезпечення представлено у табл. 2.1.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Таблиця 2.1

**Елементи системи інформаційного забезпечення
управління фінансами підприємства**

Елементи	Коротка характеристика
Інформаційно-ресурсна складова	Безпосередньо комплекс інформаційних показників, що забезпечує процес фінансового управління
Процесуально-діяльнісна складова	Способи збору та фіксації інформаційних показників для потреб фінансового управління
Програмно-технічна складова	Комплекс програмного забезпечення і технічних засобів збору, реєстрації, узагальнення, обробки та передачі інформації для потреб фінансового управління

Конкретні показники цієї системи формуються за рахунок як *зовнішніх* (що перебувають за межами підприємства), так і *внутрішніх* джерел інформації. У розрізі кожної із груп цих джерел уся сукупність показників, котрі включаються до інформаційної системи управління фінансами, попередньо класифікується.

Система показників інформаційного забезпечення управління фінансами, що формуються із зовнішніх джерел, поділяється на чотири основні групи (рис. 2.1).

1. Показники, які характеризують загальноекономічний розвиток країни. Система інформативних показників цієї групи є основою проведення аналізу та прогнозування умов зовнішнього фінансового середовища функціонування підприємства при прийнятті стратегічних рішень у сфері фінансової діяльності (стратегії розвитку його активів і капіталу, здійснення інвестиційної діяльності, формування системи перспективних цільових показників фінансового розвитку).

Формування системи показників цієї групи ґрунтується на даних державної статистики, що публікуються.

Показники, котрі входять до складу першої групи, поділяються на два блоки.

У першому блоці – *«Показники макроекономічного розвитку»* – містяться наступні основні інформативні показники, що використовуються у процесі управління фінансами підприємства:

- а) темп росту внутрішнього валового продукту і національного доходу;
- б) обсяг емісії грошей у періоді, який досліджується;
- в) грошові доходи населення;
- г) внески населення в банках;
- д) індекс інфляції;
- е) облікова ставка центрального банку.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

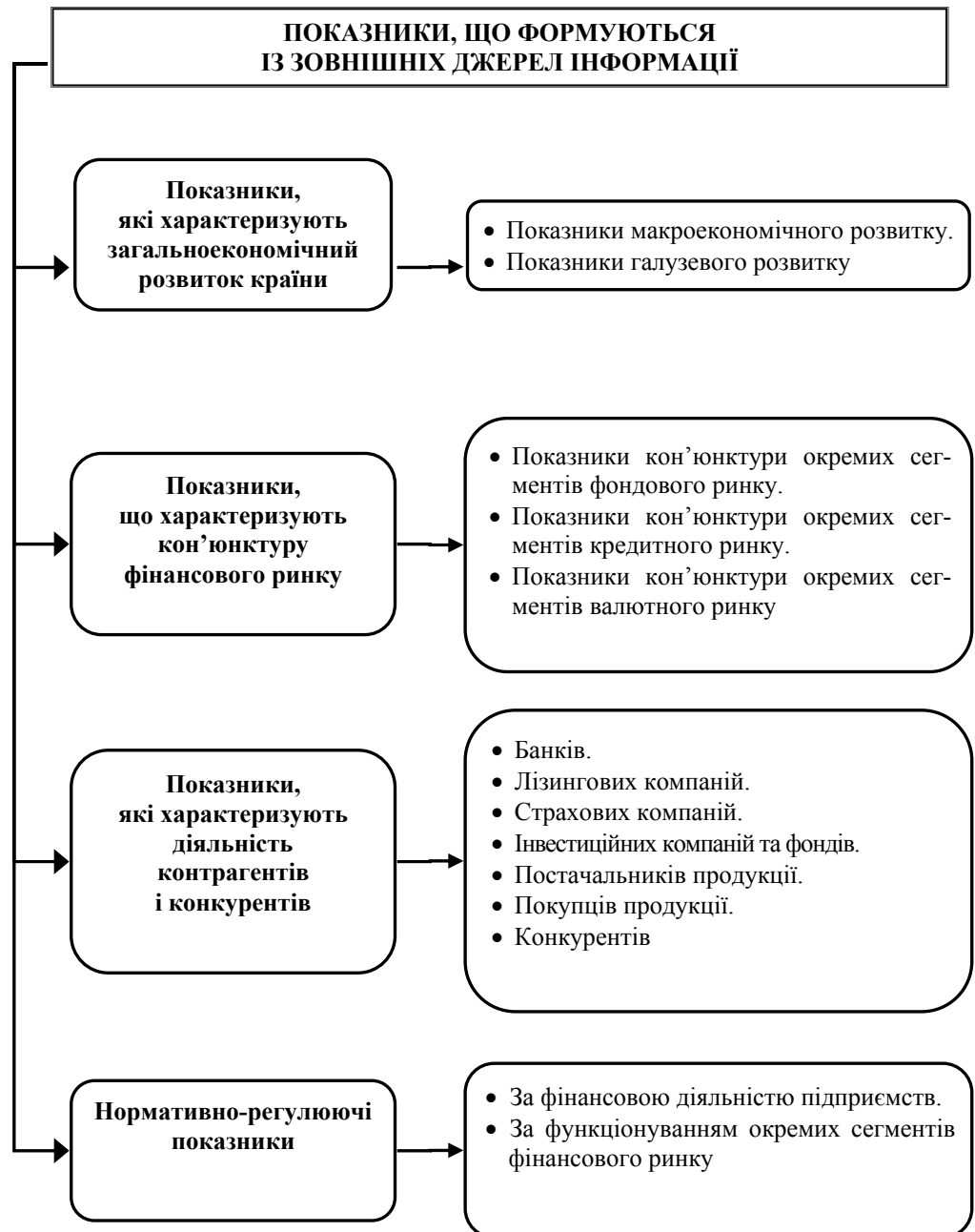


Рис. 2.1. Система показників інформаційного забезпечення управління фінансами, що формуються із зовнішніх джерел

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

У другому блоці – *«Показники галузевого розвитку»* – представлені наступні основні інформативні показники по галузі, до якої належить підприємство:

- а) обсяг виготовленої (реалізованої) продукції, його динаміка;
- б) загальна вартість активів підприємств, у тому числі оборотних;
- в) сума власного капіталу підприємств;
- г) сума валового прибутку підприємств, у тому числі по основній (операційній) діяльності;
- д) ставка оподаткування прибутку по основній діяльності;
- е) ставки податку на додану вартість та акцизний збір на продукцію, що випускається підприємствами галузі;
- ж) індекс цін на продукцію галузі у періоді, який досліджується.

2. Показники, що характеризують кон'юнктуру фінансового ринку. Система інформативних показників цієї групи є підставою для прийняття управлінських рішень у сфері формування портфеля довгострокових фінансових інвестицій, здійснення короткострокових фінансових інвестицій, залучення кредитів, валютних операцій та деяких інших аспектів управління фінансами. Формування системи показників цієї групи ґрунтується на публікаціях періодичних комерційних видань, фондової й валютної біржі, а також відповідних електронних джерел інформації.

Показники, що входять до складу другої групи, поділяються на три блоки.

У першому блоці – *«Показники, що характеризують кон'юнктуру окремих сегментів фондового ринку»* – представлені наступні основні інформативні дані:

- а) види основних фондових інструментів (акцій, облігацій, деривативів тощо), які обертаються на біржовому та позабіржовому фондовому ринку;
- б) ціни пропозиції й попиту основних видів інструментів, що котируються на фондовому ринку;
- в) обсяги і ціни угод по основних видах фондових інструментів;
- г) зведений індекс динаміки цін на фондовому ринку.

У другому блоці – *«Показники, що характеризують кон'юнктуру окремих сегментів кредитного ринку»* – містяться такі основні інформативні дані:

- а) кредитна ставка окремих комерційних банків, диференційована по термінах надання фінансового кредиту;

- б) лізингова ставка по видах активів, що лізингуються;
- в) депозитна ставка окремих комерційних банків, диференційована по вкладах до запитання і строкових вкладах.

У третьому блоці – *«Показники, що характеризують кон'юнктуру окремих сегментів валютного ринку»* – представлені наступні інформативні показники:

- а) офіційний курс окремих валют, якими оперує підприємство у процесі зовнішньоекономічної діяльності;
- б) курс купівлі-продажу аналогічних видів валют, що встановлений комерційними банками.

3. Показники, які характеризують діяльність контрагентів і конкурентів. Система інформативних показників цієї групи використовується переважно для прийняття оперативних управлінських рішень по окремих аспектах формування та використання фінансових ресурсів. Ці показники формуються, як правило, у розрізі наступних блоків: *«Банки»*; *«Лізингові компанії»*; *«Страхові компанії»*; *«Інвестиційні компанії та фонди»*; *«Постачальники продукції»*; *«Покупці продукції»*; *«Конкуренти»*. Джерелом формування показників цієї групи є публікації звітних матеріалів у пресі (за окремими видами господарюючих суб'єктів такі публікації є обов'язковими), відповідні рейтинги з основними результативними показниками діяльності (по банках, страхових компаніях), а також платні бізнес-довідки, що надаються окремими інформаційними компаніями (отримання такої інформації має здійснюватися тільки легальними способами).

Склад інформативних показників кожного блоку визначається конкретними цілями управління фінансами, обсягом операційної, інвестиційної й фінансової діяльності, тривалістю партнерських відносин та іншими умовами.

4. Нормативно-регулюючі показники. Система цих показників враховується у процесі підготовки фінансових рішень, які пов'язані з особливостями державного регулювання фінансової діяльності підприємств. Ці показники формуються, як правило, у розрізі двох блоків: *«Нормативно-регулюючі показники по різних аспектах фінансової діяльності підприємства»* та *«Нормативно-регулюючі показники з питань функціонування окремих сегментів фінансового ринку»*. Джерелом формування показників цієї групи є нормативно-правові акти, прийняті різними органами державного управління.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Система показників інформаційного забезпечення управління фінансами, що формуються із внутрішніх джерел, поділяється на три групи (рис. 2.2).

1. Показники фінансової звітності підприємства. Система інформативних показників цієї групи широко використовується як зовнішніми, так і внутрішніми користувачами. Вона застосовується у процесі фінансового аналізу, планування, розробки фінансової стратегії та політики по основних аспектах фінансової діяльності, дає найбільш агреговане уявлення про результати фінансової діяльності підприємства.

Перевагою показників цієї групи є їхня уніфікованість, оскільки вони ґрунтуються на загальноприйнятих стандартизованих принципах обліку (що дозволяє використати типові технології і алгоритми фінансових розрахунків за окремими аспектами формування та розподілу фінансових ресурсів, а також порівнювати ці показники з іншими аналогічними підприємствами); регулярність формування (у встановлені нормативні терміни); високий ступінь надійності (звітність, що формується на базі фінансового обліку, надається зовнішнім користувачам і підлягає зовнішньому аудиту).

У той же час, інформаційна база, сформована на основі фінансового обліку, має певні недоліки, основними з яких є: відображення інформативних показників лише по підприємству у цілому (що не дозволяє використовувати їх при прийнятті управлінських рішень за окремими напрямками фінансової діяльності, центрах відповідальності тощо); низька періодичність розробки (як правило, один раз на квартал, а окремі форми звітності – лише один раз на рік); використання тільки вартісних показників, що ускладнює аналіз впливу зміни цін на формування фінансових ресурсів.

Показники, що входять до складу цієї групи, поділяються на три основних блоки.

У першому блоці представлені показники, відображені у *«Балансі підприємства»*. Він містить два основних розділи – *«Актив»* і *«Пасив»*.

У складі *«Активу»* балансу відображені показники наступних трьох розділів:

- 1) необоротні активи;
- 2) оборотні активи;
- 3) необоротні активи, утримувані для продажу та групи вибуття.

У складі *«Пасиву»* балансу відображені показники наступних п'яти розділів:

- 1) власний капітал;
- 2) довгострокові зобов'язання і забезпечення;
- 3) поточні зобов'язання і забезпечення;
- 4) зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу та групами вибуття.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

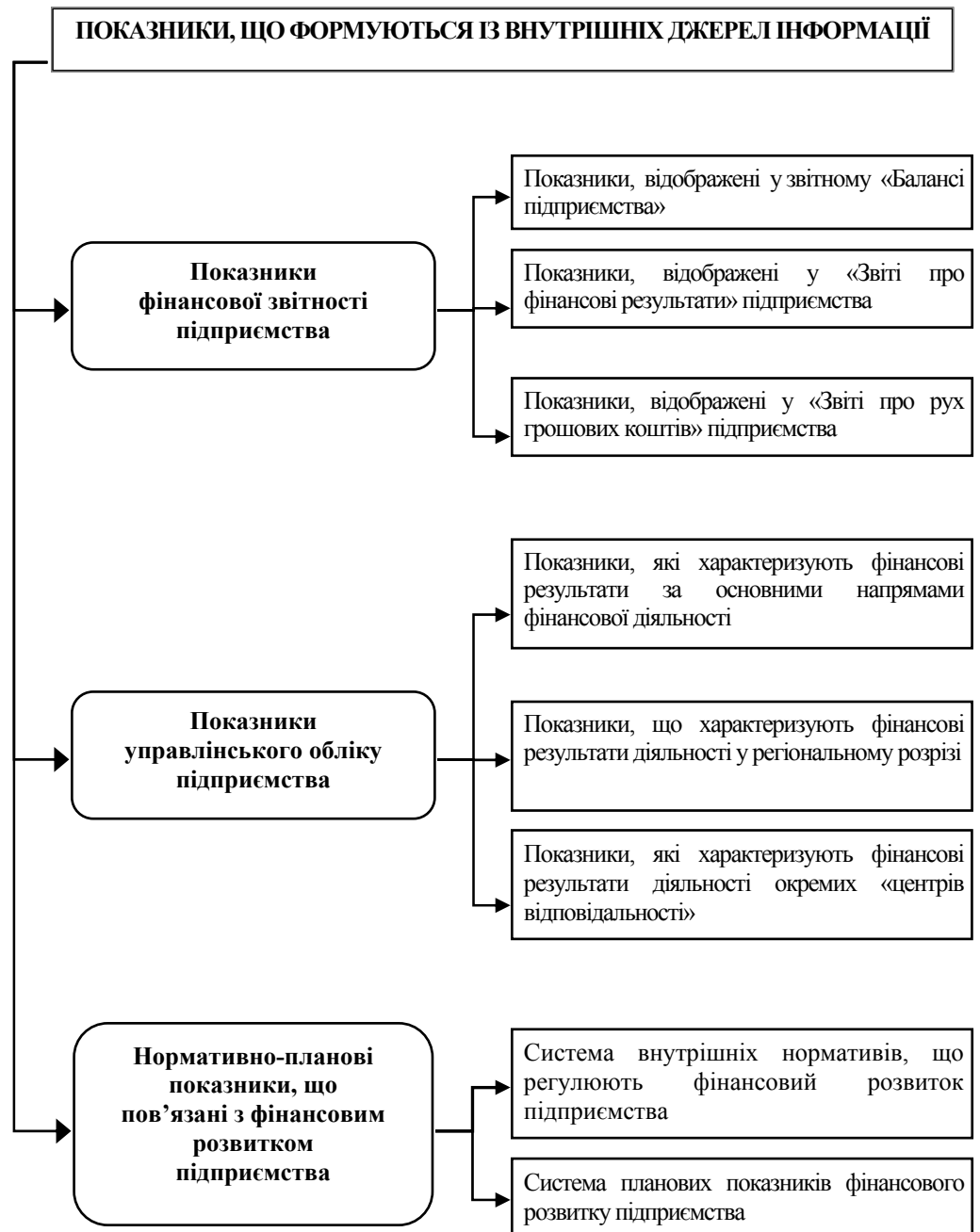


Рис. 2.2. Система показників інформаційного забезпечення управління фінансами, що формуються із внутрішніх джерел

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

У другому блоці представлені показники, що відображені у *«Звіті про фінансові результати підприємства»*. Цей звіт складається з наступних трьох розділів:

- 1) фінансові результати;
- 2) елементи операційних витрат;
- 3) розрахунок показників прибутковості акцій.

У третьому блоці містяться показники, відображені у *«Звіті про рух грошових коштів»* підприємства. Цей звіт побудований у розрізі наступних розділів:

- 1) рух коштів у результаті операційної діяльності;
- 2) рух коштів у результаті інвестиційної діяльності;
- 3) рух коштів у результаті фінансової діяльності.

2. Показники управлінського обліку підприємства. Система цієї групи показників використовується для поточного й оперативного управління практично усіма аспектами фінансової діяльності підприємства, а найбільшим чином – у процесі фінансового забезпечення його операційної діяльності.

Цей вид обліку розвивається у зв'язку з переходом підприємств нашої країни до загальноприйнятої у міжнародній практиці системи бухгалтерського обліку, що дозволяє істотно доповнити облік фінансовий. Він характеризується як система обліку усіх необхідних показників, що формують інформаційну базу оперативних управлінських рішень (переважно у сфері управління формуванням та використанням прибутку) і планування діяльності підприємства у майбутньому періоді.

Порівняно з фінансовим, управлінський облік має наступні основні переваги: він відображає не лише вартісні, але й натуральні значення показників (а, отже, й тенденції зміни цін на сировину, готову продукцію тощо); періодичність подання результатів управлінського обліку повністю відповідає потребі в інформації для прийняття оперативних управлінських рішень (при необхідності інформація може надаватися навіть щодня); такий вид обліку можна структурувати у будь-якому розрізі – по центрах відповідальності, видах фінансової діяльності тощо (при одночасному агрегуванні показників у цілому по підприємству); він може відображати окремі активи з урахуванням темпів інфляції, вартості грошей у часі тощо. Результати цього виду обліку є комерційною таємницею підприємства і не повинні надаватися зовнішнім користувачам.

У процесі побудови системи інформаційного забезпечення управління фінансовою діяльністю призначенням управлінського обліку є формування групи показників, що відображають обсяги діяльності, суму та склад витрат, обсяг і склад отримуваних доходів тощо. Ці групи показників формуються у процесі управлінського обліку, як правило, по наступних блоках:

- а) по сферах фінансової діяльності підприємства;
- б) по регіонах діяльності (якщо для підприємства характерна регіональна диверсифікованість фінансової діяльності);
- в) по центрах відповідальності (створених на підприємстві центрах витрат, доходу, прибутку та інвестицій).

Управлінський облік будується індивідуально на кожному підприємстві і має бути підпорядкований завданням інформативного забезпечення процесу оперативного управління фінансовою діяльністю.

3. Нормативно-планові показники, пов'язані з фінансовим розвитком підприємства. Ці показники використовуються у процесі поточного й оперативного контролю за перебігом здійснення фінансової діяльності. Вони формуються безпосередньо на підприємстві по наступних двох блоках:

- а) *система внутрішніх нормативів, що регулюють фінансовий розвиток підприємства* – до цієї системи включаються нормативи окремих видів активів підприємства, нормативи співвідношення окремих видів активів і структури капіталу, норми питомого витрачання фінансових ресурсів та витрат тощо;
- б) *система планових показників фінансового розвитку підприємства* – до складу показників цього блоку включається уся сукупність показників поточних та оперативних фінансових планів усіх видів.

Використання усіх показників, що представляють інтерес та сформовані із зовнішніх і внутрішніх джерел, а також впровадження сучасних автоматизованих інформаційних технологій, дозволяє створити на кожному підприємстві цілеспрямовану систему інформаційного забезпечення, орієнтовану як на прийняття стратегічних фінансових рішень, так і на ефективне поточне управління фінансовою діяльністю.

Процесуально-діяльнісна складова інформаційного забезпечення управління фінансами включає способи та методи збору, групування інформації. Видається, що їхню диференціацію доцільно здійснювати за джерелами формування показників інформаційного забезпечення. Так,

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

для накопичення інформаційних показників із зовнішніх джерел, які характеризують розвиток макросередовища, галузеві параметри, індикатори фінансового ринку, діяльність постачальників, покупців, фінансових установ, конкурентів здійснюють їх постійний моніторинг із встановленою періодичністю.

Інформація, що характеризує внутрішнє фінансове середовище, накопичується у системі фінансового та управлінського обліку. Особливо важливе місце у системі інформаційного забезпечення управління фінансами посідає управлінський облік, у межах якого здійснюється групування доходів, витрат, прибутку, грошових потоків за напрямками діяльності, товарними групами, бізнес-процесами, проектами, окремими комерційними угодами.

Програмно-технічна складова інформаційного забезпечення фінансового управління передбачає застосування спеціальних програмних продуктів і технічних засобів забезпечення процесу збору інформації, фінансового аналізу, фінансового планування, обробки даних.

Рациональна конфігурація окремих елементів інформаційного забезпечення сприяє підвищенню якості управлінських фінансових рішень.

2.2. Системи та методи фінансового аналізу

Фінансовий аналіз характеризується як процес дослідження фінансового стану та основних результатів фінансової діяльності підприємства з метою виявлення резервів підвищення його ринкової вартості і забезпечення ефективного розвитку.

Для обґрунтування управлінських рішень у сфері фінансів застосовують різні форми фінансового аналізу (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Форми фінансового аналізу

Класифікаційна ознака	Форми фінансового аналізу
За організацією проведення	• Внутрішній фінансовий аналіз. • Зовнішній фінансовий аналіз
За обсягом аналітичного дослідження	• Повний фінансовий аналіз. • Тематичний фінансовий аналіз

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 2.2

Класифікаційна ознака	Форми фінансового аналізу
За глибиною аналітичного дослідження	• Експрес-аналіз. • Фундаментальний аналіз
За об'єктом фінансового аналізу	• Аналіз фінансової діяльності підприємства у цілому. • Аналіз фінансової діяльності окремих «центрів відповідальності». • Аналіз окремих фінансових операцій підприємства
За періодом проведення	• Попередній фінансовий аналіз. • Поточний (оперативний) фінансовий аналіз. • Наступний (ретроспективний) фінансовий аналіз
За орієнтацією	• Функціонально-орієнтований фінансовий аналіз. • Процесно-орієнтований фінансовий аналіз
За рівнем управління	• Стратегічний фінансовий аналіз. • Тактичний фінансовий аналіз

За **організацією проведення** виокремлюють внутрішній та зовнішній фінансовий аналіз підприємства.

Внутрішній фінансовий аналіз здійснюється фінансовими менеджерами підприємства і його власниками з використанням усіх доступних інформаційних показників. Його результати можуть мати характер комерційної таємниці.

Зовнішній фінансовий аналіз здійснюють працівники податкових органів, аудиторських фірм, комерційних банків, страхових компаній з метою дослідження правильності відображення результатів фінансової діяльності підприємства, його кредитоспроможності тощо.

За **об'єктом аналітичного дослідження** виокремлюють повний і тематичний фінансовий аналіз.

Повний фінансовий аналіз здійснюється з метою вивчення усіх аспектів фінансової діяльності і усіх характеристик фінансового стану підприємства у комплексі.

Тематичний фінансовий аналіз обмежується вивченням окремих сторін фінансової діяльності та окремих характеристик фінансового стану підприємства (наприклад, платоспроможності, фінансової стійкості тощо).

За **глибиною аналітичного дослідження** виокремлюють:

- *Експрес-аналіз* – здійснюється за даними фінансової звітності на основі стандартних алгоритмів розрахунку основних аналітичних показників фінансової діяльності.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- *Фундаментальний аналіз*, який передбачає факторне дослідження показників фінансової діяльності та її ефективності.

За **об'єктом фінансового аналізу** виокремлюють такі його види:

- *Аналіз фінансової діяльності підприємства у цілому*, в межах якої досліджують стан і ефективність фінансової діяльності підприємства без виокремлення фінансових результатів та індикаторів окремих структурних підрозділів.

- *Аналіз фінансової діяльності окремих «центрів відповідальності»*. Якщо досліджуваний структурний підрозділ за характером своєї діяльності не має завершеного циклу формування власних фінансових ресурсів, такий аналіз спрямований на дослідження рівня й ефективності використання фінансового потенціалу.

- *Аналіз окремих фінансових операцій підприємства*. Предметом такого аналізу можуть бути окремі операції, пов'язані з короткостроковими чи довгостроковими фінансовими інвестиціями; з фінансуванням реалізації окремих реальних інвестиційних проектів тощо.

За **періодом проведення** виокремлюють попередній, поточний та наступний фінансовий аналіз.

- *Попередній фінансовий аналіз* пов'язаний з вивченням умов здійснення фінансової діяльності у цілому чи здійснення окремих фінансових операцій (оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів, оцінка рівня власної кредитоспроможності тощо).

- *Поточний фінансовий аналіз* здійснюється у контрольних цілях у процесі реалізації окремих фінансових планів чи здійснення окремих фінансових операцій для оперативного впливу на хід фінансової діяльності.

- *Наступний фінансовий аналіз* здійснюється за звітний період. Він дозволяє глибоко оцінити фінансовий стан підприємства, чинники, що його обумовлюють, і ґрунтується на завершених звітних матеріалах бухгалтерської та статистичної звітності.

За **орієнтацією аналітичних процедур** виокремлюють:

- *Функціонально-орієнтований фінансовий аналіз*, який передбачає дослідження ефективності реалізації окремих функцій управління фінансами (стан та ефективність управління активами, капіталом, грошовими потоками тощо).

- *Процесно-орієнтований фінансовий аналіз*, котрий досліджує ефективність окремих бізнес-процесів підприємства.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

За **рівнем управління** виокремлюють:

- *Стратегічний фінансовий аналіз*, який забезпечує аналітичні потреби стратегічного рівня управління.

- *Тактичний фінансовий аналіз*, котрий формує необхідну базу для прийняття поточних та оперативних фінансових рішень.

Коротка характеристика форм фінансового аналізу за рівнем управління наведена у табл. 2.3.

Таблиця 2.3

Характеристика фінансового аналізу за рівнем управління

Елементи системи	Характеристика елементів		
1. Підсистеми (рівні)	Стратегічний фінансовий аналіз	Тактичний фінансовий аналіз	
		У складі поточного фінансового планування	У складі оперативного фінансового планування
2. Об'єкт	Фінансовий потенціал підприємства. Стратегічні параметри ключових бізнес-процесів	Фінансовий стан підприємства. Фінансова політика підприємства. Фінансові параметри бізнес-процесів	Система грошових розрахунків підприємства. Витрати за бізнес-процесами
3. Завдання	Оцінка фінансового потенціалу підприємства, виявлення драйверів зростання цінності підприємства, чинників його збалансованого фінансового розвитку	Оцінка фінансового стану підприємства, резервів його покращання за рахунок удосконалення фінансової діяльності та бізнес-процесів	Оцінка стану грошових розрахунків, поточної платоспроможності підприємства, пошук шляхів оптимізації грошових потоків підприємства; пошук резервів економії витратомісткості бізнес-процесів

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.3

Елементи системи	Характеристика елементів		
4. Продукт аналізу	Стратегічна фінансова позиція підприємства торгівлі	Резерви зміцнення фінансового стану; напрями удосконалення фінансової політики; підвищення ефективності бізнес-процесів	Резерви покращання поточної платоспроможності; економії витрат по окремих бізнес-процесах
5. Відповідність фінансовому плануванню	Стратегічне фінансове планування	Поточне фінансове планування	Оперативне фінансове планування
6. Переважно застосовувані форми:			
6.1. За обсягом аналітичного дослідження	Повний (комплексний) фінансовий аналіз	Повний (комплексний) фінансовий аналіз. Тематичний фінансовий аналіз	Тематичний фінансовий аналіз
6.2. За глибиною аналітичного дослідження	Фундаментальний (поглиблений) фінансовий аналіз	Фундаментальний (поглиблений) фінансовий аналіз. Експрес-аналіз	Експрес-аналіз
6.3. За об'єктом фінансового дослідження	Аналіз фінансової діяльності підприємства у цілому. Аналіз фінансової діяльності окремих бізнес-одиниць	Аналіз фінансової діяльності підприємства у цілому. Аналіз фінансової діяльності окремих бізнес-одиниць. Аналіз фінансової діяльності окремих центрів відповідальності	
6.4. За періодом проведення	Попередній фінансовий аналіз	Попередній фінансовий аналіз. Ретроспективний фінансовий аналіз	Поточний (оперативний) фінансовий аналіз

Фінансовий аналіз здійснюється у наступній послідовності (рис. 2.3).

Для розв'язання конкретних завдань управління фінансами застосовується низка спеціальних систем і методів аналізу, що дозволяють отримати кількісну оцінку результатів фінансової діяльності у розрізі окремих її аспектів як у статистиці, так і в динаміці. У теорії управління фінансами залежно від методів, що використовуються, розрізняють наступні основні системи фінансового аналізу: горизонтальний аналіз; вертикальний аналіз; порівняльний аналіз; аналіз коефіцієнтів; інтегральний аналіз (табл. 2.4).

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

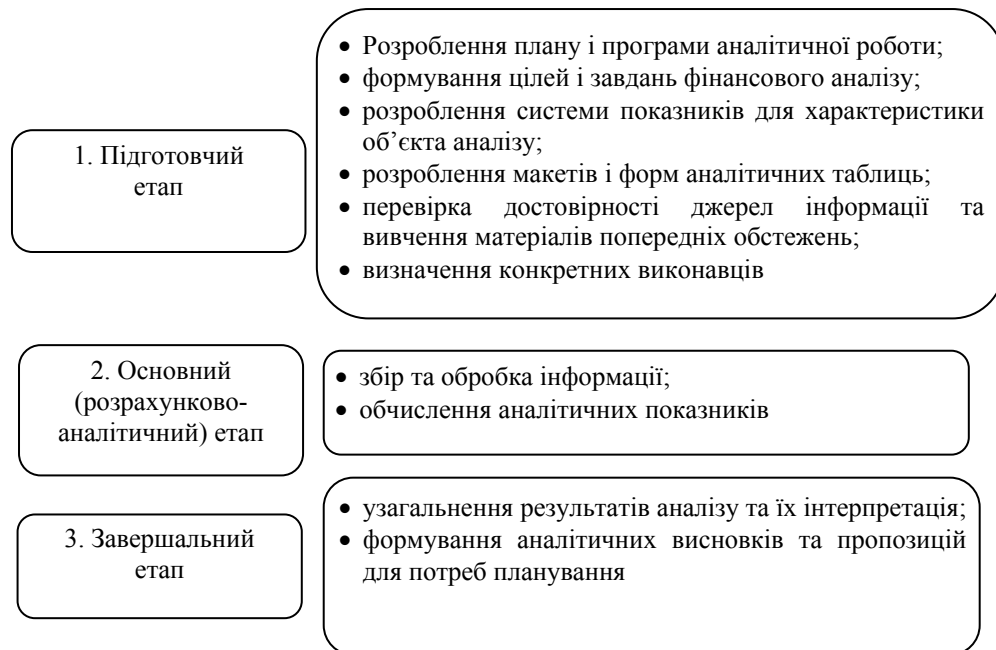


Рис. 2.3. Структурно-логічна послідовність процесу фінансового аналізу

Таблиця 2.4

Методи та системи фінансового аналізу

Системи та методи фінансового аналізу	Підсистема фінансового аналізу	
	Стратегічний	Тактичний
Горизонтальний (трендовий)		+
Вертикальний (структурний)		+
Порівняльний	+	+
Коефіцієнтний		+
Інтегральний (факторний):		
Модель Дюпон		+
Процесно-орієнтований аналіз рентабельності (ABPA: Activity-Based Performance Analysis)		+
Об'єктно-орієнтована система інтегрального аналізу формування чистого прибутку підприємства	+	+
Портфельний аналіз	+	+

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.4

Системи та методи фінансового аналізу	Підсистема фінансового аналізу	
	Стратегічний	Тактичний
SWOT-аналіз	+	
PEST-аналіз	+	
SNW-аналіз	+	
GAP-аналіз	+	+
LOTS-аналіз	+	+
PIMS-аналіз	+	+

I. Горизонтальний (або трендовий) фінансовий аналіз базується на вивченні динаміки окремих фінансових показників у часі. У процесі використання цієї системи аналізу розраховуються темпи росту (приросту) окремих показників фінансової звітності за ряд періодів і визначаються загальні тенденції їх зміни (або тренда). В управлінні фінансами найбільше поширення отримали види горизонтального (трендового) фінансового аналізу, зазначені нижче.

1. *Дослідження динаміки показників звітного періоду порівняно з показниками попереднього періоду* (наприклад, із показниками попереднього місяця, кварталу, року).

2. *Дослідження динаміки показників звітного періоду у зіставленні з показниками аналогічного періоду минулого року* (наприклад, показників другого кварталу звітного періоду з аналогічними показниками другого кварталу попереднього року). Цей вид горизонтального фінансового аналізу застосовується на підприємствах з яскраво визначеними сезонними особливостями господарської діяльності.

3. *Дослідження динаміки показників за ряд попередніх періодів*. Метою цього виду аналізу є виявлення тенденцій зміни окремих показників, що характеризують результати фінансової діяльності підприємства (визначення лінії тренда у динаміці).

Усі види горизонтального (трендового) фінансового аналізу доповнюються, як правило, дослідженнями впливу окремих факторів на зміну відповідних результативних показників. Результати такого аналітичного дослідження дозволяють побудувати відповідні динамічні факторні моделі, які у подальшому використовуються у процесі планування окремих фінансових показників.

II. Вертикальний (або структурний) фінансовий аналіз базується на структурному розкладанні окремих показників фінансової звітності підприємства. У процесі здійснення цього аналізу розраховується питома вага окремих структурних складових агрегованих фінансових показників. В управлінні фінансами найбільше поширення отримали види вертикального (структурного) аналізу, зазначені нижче.

1. *Структурний аналіз активів.* У процесі цього аналізу визначаються питома вага оборотних і необоротних активів; елементний склад оборотних активів; елементний склад необоротних активів; склад активів підприємства за рівнем ліквідності; склад інвестиційного портфеля за видами цінних паперів тощо. Результати цього аналізу використовуються у процесі оптимізації складу активів підприємства.

2. *Структурний аналіз капіталу.* У процесі цього аналізу визначаються питома вага власного та позикового капіталу, який використовується підприємством; склад позикового капіталу, що використовується, по періодах його надання (коротко- і довгостроковий залучений позиковий капітал); склад позикового капіталу, який використовується, за його видами – банківський кредит; фінансовий кредит інших форм; товарний (комерційний) кредит тощо. Результати цього аналізу використовуються у процесі оцінки ефекту фінансового левериджу, визначення середньозваженої вартості капіталу, оптимізації структури джерел формування позикових фінансових ресурсів та в інших випадках.

3. *Структурний аналіз грошових потоків.* У процесі цього аналізу у складі загального грошового потоку виділяють грошові потоки по операційній, інвестиційній і фінансовій діяльності підприємства; у складі кожного з цих видів грошового потоку більш глибоко структуруються надходження й витрачання грошових коштів, склад залишку грошових активів по окремих його елементах.

III. Порівняльний фінансовий аналіз базується на порівнянні значень окремих груп аналогічних показників. У процесі використання цієї системи аналізу розраховуються розміри абсолютних і відносних відхилень порівнюваних показників. В управлінні фінансами найбільше поширення отримали зазначені нижче види порівняльного фінансового аналізу.

1. *Порівняльний аналіз фінансових показників даного підприємства і середньогалузевих показників.* У процесі цього аналізу виявляється ступінь відхилення основних результатів фінансової діяльності даного підприємства від середньогалузевих з метою оцінки своєї конкурентної позиції за фінансовими результатами господарювання та виявлення резервів подальшого підвищення ефективності фінансової діяльності.

2. *Порівняльний аналіз фінансових показників даного підприємства та підприємств-конкурентів.* У процесі цього аналізу виявляються слабкі сторони фінансової діяльності підприємства з метою розробки заходів щодо підвищення його конкурентної позиції на конкретному регіональному ринку.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

3. *Порівняльний аналіз фінансових показників окремих структурних одиниць і підрозділів даного підприємства* («центрів відповідальності»). Такий аналіз проводиться з метою порівняльної оцінки та пошуку резервів підвищення ефективності фінансової діяльності по внутрішніх підрозділах підприємства.

4. *Порівняльний аналіз звітних і планових (нормативних) фінансових показників*. Такий аналіз є основою організованого на підприємстві контролінгу поточної фінансової діяльності. У процесі цього аналізу виявляється ступінь відхилення звітних показників від планових (нормативних), визначаються причини цих відхилень і надаються рекомендації щодо коригування окремих напрямів фінансової діяльності підприємства.

IV. Аналіз фінансових коефіцієнтів (R-аналіз) базується на розрахунку співвідношення різних абсолютних показників фінансової діяльності підприємства між собою. У процесі використання цієї системи аналізу визначаються різні відносні показники, що характеризують окремі результати фінансової діяльності та рівень фінансового стану підприємства. В управлінні фінансами найбільшого поширення отримали такі групи аналітичних фінансових коефіцієнтів: коефіцієнти оцінки фінансової стійкості підприємства; коефіцієнти оцінки платоспроможності (ліквідності) підприємства; коефіцієнти оцінки оборотності активів; коефіцієнти оцінки оборотності капіталу; коефіцієнти оцінки рентабельності тощо.

1. Коефіцієнти оцінки фінансової стійкості підприємства дозволяють виявити рівень фінансового ризику, пов'язаний зі структурою джерел формування капіталу підприємства, а, відповідно, і ступінь його фінансової стабільності у процесі майбутнього розвитку. Для проведення даної оцінки у процесі фінансового аналізу використовуються такі основні показники:

а) *коефіцієнт автономії* (Ка) – показує, у якій мірі обсяг активів, що використовується підприємством, сформований за рахунок власного капіталу та наскільки воно незалежне від зовнішніх джерел фінансування; розрахунок цього показника здійснюється за наступними формулами:

$$K_a = \frac{BK}{K}; K_a = \frac{ЧА}{A}, \quad (2.1)$$

де BK – сума власного капіталу підприємства на певну дату;
 ЧА – вартість чистих активів підприємства на певну дату;
 K – загальна сума капіталу підприємства на певну дату;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

А – загальна вартість усіх активів підприємства на певну дату;

б) *коефіцієнт фінансування* (Кф) – характеризує обсяг позикових засобів, що використовуються підприємством на одиницю його власного капіталу, тобто ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування; для розрахунку цього показника використовується така формула:

$$Кф = \frac{ПК}{ВК}, \quad (2.2)$$

де ПК – сума залученого підприємством позикового капіталу (середня або на певну дату);

ВК – сума власного капіталу підприємства (середня або на певну дату);

в) *коефіцієнт заборгованості* (Кз) – показує частку позикового капіталу у загальній його сумі, яка використовується; розрахунок цього коефіцієнта здійснюється за такою формулою:

$$Кз = \frac{ПК}{К}, \quad (2.3)$$

де ПК – сума залученого підприємством позикового капіталу (середня або на певну дату);

К – загальна сума капіталу підприємства (середня або на певну дату);

г) *коефіцієнт поточної заборгованості* (Кпз) – характеризує частку короткострокового позикового капіталу у загальній його сумі, яка використовується; цей показник розраховується за такою формулою:

$$Кпз = \frac{ПКк}{К}, \quad (2.4)$$

де ПКк – сума залученого підприємством короткострокового позикового капіталу (середня або на певну дату);

К – загальна сума капіталу підприємства (середня або на певну дату);

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

д) *коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності* (Кдфн) – показує, у якому ступені загальний обсяг активів, які використовуються, сформований за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу підприємства, тобто характеризує ступінь його незалежності від короткострокових позикових джерел фінансування; розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\text{Кдфн} = \frac{\text{ВК} + \text{ПКк}}{\text{А}}, \quad (2.5)$$

де ВК – сума власного капіталу підприємства (середня або на певну дату);

ПКк – сума залученого підприємством короткострокового позикового капіталу (середня або на певну дату);

А – загальна вартість усіх активів підприємства (середня або на певну дату);

е) *коефіцієнт маневреності власного капіталу* (КМвк) – показує частку, яку займає власний капітал, інвестований в оборотні активи, у загальній сумі власного капіталу (тобто яка частина власного капіталу перебуває у високооборотній та високоліквідній його формі); розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$\text{КМвк} = \frac{\text{ВОА}}{\text{ВК}}, \quad (2.6)$$

де ВОА – сума власних оборотних активів (або власного оборотного капіталу);

ВК – загальна сума власного капіталу підприємства;

ж) *коефіцієнт маневреності власного й довгострокового позикового капіталу* (КМвд) – показує, яку частку займає власний і довгостроковий позиковий капітал, спрямований на фінансування оборотних активів, у загальній сумі власного й довгострокового позикового капіталу; цей показник дозволяє судити типи політики фінансування активів, котрі використовуються підприємством; розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$KM_{вд} = \frac{O_{Авд}}{BK + ПКд}, \quad (2.7)$$

де $O_{Авд}$ – сума власного й довгострокового позикового капіталу, спрямованого на фінансування оборотних активів підприємства (середня або на певну дату);
 BK – сума власного капіталу підприємства (середня або на певну дату);
 $ПКд$ – сума позикового капіталу, залученого підприємством на довгостроковій основі (на період більше одного року).

2. Коефіцієнти оцінки платоспроможності (ліквідності) характеризують можливість підприємства вчасно розраховуватися за своїми поточними фінансовими зобов'язаннями за рахунок оборотних активів різного рівня ліквідності. Проведення такої оцінки вимагає попереднього групування оборотних активів підприємства за рівнем ліквідності. Для проведення оцінки платоспроможності (ліквідності) у процесі фінансового аналізу використовуються такі основні показники:

а) *коефіцієнт абсолютної платоспроможності* (Кап) – показує, у якому ступені усі поточні фінансові зобов'язання підприємства забезпечені наявними у нього готовими засобами платежу на певну дату; розрахунок цього коефіцієнта здійснюється за формулою:

$$Кап = \frac{ГА + КФІ}{ПФЗ}, \quad (2.8)$$

де $ГА$ – сума грошових активів підприємства на певну дату;
 $КФІ$ – сума короткострокових фінансових інвестицій підприємства на певну дату;
 $ПФЗ$ – сума усіх поточних фінансових зобов'язань підприємства на певну дату;

б) *коефіцієнт проміжної платоспроможності* (Кпп) – показує, у якому ступені усі поточні фінансові зобов'язання можуть бути задоволені за рахунок його високоліквідних активів (включаючи готові засоби платежу); для визначення цього показника використовується така формула:

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

$$\text{Кап} = \frac{\text{ГА} + \text{КФІ} + \text{ДЗ}}{\text{ПФЗ}}, \quad (2.9)$$

де ГА – сума грошових активів підприємства (середня або на певну дату);

КФІ – сума короткострокових фінансових інвестицій підприємства (середня або на певну дату);

ДЗ – сума дебіторської заборгованості усіх видів (середня або на певну дату);

ПФЗ – сума усіх поточних фінансових зобов'язань підприємства (середня або на певну дату);

в) *коефіцієнт поточної платоспроможності* (Кпп) – показує, у якому ступені уся заборгованість за поточними фінансовими зобов'язаннями може бути задоволена за рахунок усіх його поточних (оборотних) активів; розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\text{Кпп} = \frac{\text{ОА}}{\text{ПФЗ}}, \quad (2.10)$$

де ОА – сума усіх оборотних активів підприємства (середня або на певну дату);

ПФЗ – сума усіх поточних фінансових зобов'язань підприємства (середня або на певну дату);

г) *загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської й кредиторської заборгованості* (КДКз) – характеризує загальне співвідношення розрахунків за цими видами заборгованості підприємства; обчислення цього показника здійснюється за формулою:

$$\text{КДКз} = \frac{\text{ДЗз}}{\text{КЗз}}, \quad (2.11)$$

де ДЗз – загальна сума поточної дебіторської заборгованості підприємства усіх видів (середня або на певну дату);

КЗз – загальна сума кредиторської заборгованості підприємства усіх видів (середня або на певну дату);

д) *коефіцієнт співвідношення дебіторської й кредиторської заборгованості по комерційних операціях* (КДКк) – показник характеризує співвідношення розрахунків за придбану й поставлену продукцію; для визначення цього показника використовується формула:

$$КДКк = \frac{ДЗп}{КЗп}, \quad (2.12)$$

де $ДЗп$ – сума поточної дебіторської заборгованості підприємства за продукцію (товари, роботи, послуги), розрахована як середня або на певну дату;

$КЗп$ – сума кредиторської заборгованості підприємства за продукцію (товари, послуги, роботи), розрахована як середня або на певну дату.

3. Коефіцієнти оцінки оборотності активів характеризують, наскільки швидко сформовані активи обертаються у процесі господарської діяльності підприємства. Деяким чином вони є індикатором його ділової (виробничо-комерційної) активності. Для оцінки оборотності активів підприємства використовуються такі основні показники:

а) *коефіцієнт оборотності сукупних активів* у досліджуваному періоді ($КОа$); цей показник визначається за формулою:

$$КОа = \frac{ОР}{\bar{А}}, \quad (2.13)$$

де $ОР$ – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

$\bar{А}$ – середня вартість сукупних активів підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) *коефіцієнт оборотності оборотних активів* у періоді, який досліджується ($КОоа$); цей показник розраховується за такою формулою:

$$КОоа = \frac{ОР}{\overline{ОА}}, \quad (2.14)$$

де $ОР$ – загальний обсяг реалізації продукції у періоді, який досліджується;

$\overline{ОА}$ – середня вартість оборотних активів підприємства (розрахована як середня хронологічна) у періоді, який досліджується;

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

в) *період обороту сукупних активів у днях* (ПОа); цей показник може бути обчислений за такими формулами:

$$\text{ПОа} = \frac{\overline{A}}{\text{ОРо}}; \text{ПОа} = \frac{Д}{\text{КОа}}, \quad (2.15)$$

де $\overline{A}$ – середня вартість сукупних активів підприємства у періоді, який досліджується (розрахована як середня хронологічна);

ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у періоді, який досліджується;

Д – кількість днів у вказаному періоді;

КОа – коефіцієнт оборотності сукупних активів у даному періоді;

г) *період обороту оборотних активів у днях* (ПОоа); показник розраховується за такими формулами:

$$\text{ПОоа} = \frac{\overline{OA}}{\text{ОРо}}; \text{ПОоа} = \frac{Д}{\text{КОоа}}, \quad (2.16)$$

де $\overline{OA}$ – середня вартість оборотних активів підприємства в вказаному періоді (розрахована як середня хронологічна);

ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у даному періоді;

Д – кількість днів у періоді, який досліджується;

КОа – коефіцієнт оборотності оборотних активів у періоді, який досліджується;

д) *період обороту необоротних активів у роках* (ПОпа); розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\text{ПОпа} = \frac{1}{\left[\frac{\text{ОРр}}{\overline{HA}} \right]}; \text{ПОпа} = \frac{100}{\text{На}}, \quad (2.17)$$

де ОРр – річний обсяг реалізації продукції;

$\overline{HA}$ – середня вартість необоротних активів підприємства у даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

На – середня норма амортизаційних відрахувань.

За розглянутими принциповими формулами коефіцієнт оборотності й періоди обороту можуть бути при необхідності розраховані й по окремих елементах оборотних та необоротних активів.

4. Коефіцієнти оцінки оборотності капіталу характеризують, наскільки швидко капітал, який використовується підприємством, у цілому й за окремими його елементами обертається у процесі його господарської діяльності. Для оцінки оборотності капіталу підприємства використовуються такі основні показники:

а) *коефіцієнт оборотності усього використовуваного капіталу у досліджуваному періоді* (КОк), який визначається за такою формулою:

$$КОк = \frac{ОР}{\overline{К}}, \quad (2.18)$$

де $ОР$ – загальний обсяг реалізації продукції в указаному періоді;
 $\overline{К}$ – середня вартість усього капіталу, який використовується підприємством у даному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) *коефіцієнт оборотності власного капіталу у періоді, який досліджується* (КОВк); розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$КОВк = \frac{ОР}{\overline{ВК}}, \quad (2.19)$$

де $ОР$ – загальний обсяг реалізації продукції в указаному періоді;
 $\overline{ВК}$ – середня сума власного капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

в) *коефіцієнт оборотності залученого позикового капіталу у досліджуваному періоді* (КОпк); для розрахунку цього показника використовується така формула:

$$КОпк = \frac{ОР}{\overline{ПК}}, \quad (2.20)$$

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

де ОР – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

$\overline{ПК}$ – середня вартість залученого позикового капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

г) коефіцієнт оборотності залученого фінансового (банківського) кредиту у досліджуваному періоді (КОфк); показник визначається за формулою:

$$КОфк = \frac{ОР}{\overline{ФК}}, \quad (2.21)$$

де ОР – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

$\overline{ФК}$ – середня вартість залученого фінансового (банківського) кредиту у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

д) коефіцієнт оборотності залученого товарного (комерційного) кредиту у досліджуваному періоді (КОтк); для розрахунку цього показника використовується така формула:

$$КОтк = \frac{ОР}{\overline{ТК}}, \quad (2.22)$$

де ОР – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

$\overline{ТК}$ – середня вартість залученого товарного (комерційного) кредиту у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

е) період обороту усього використовуваного капіталу підприємства у днях (ПОк). Цей показник визначається за такими формулами:

$$ПОк = \frac{\overline{К}}{ОРо}; \quad ПОк = \frac{Д}{КОк}, \quad (2.23)$$

де $\overline{К}$ – середня сума усього використовуваного капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

ОРо – односторонній обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Д – кількість днів у досліджуваному періоді;
КОк – коефіцієнт оборотності капіталу у досліджуваному періоді;

ж) *період обороту власного капіталу у днях* (ПОВк); для обчислення цього показника використовуються такі формули:

$$\text{ПОВк} = \frac{\overline{\text{ВК}}}{\text{ОРо}}; \text{ПОВк} = \frac{\text{Д}}{\text{КОВк}}, \quad (2.24)$$

де $\overline{\text{ВК}}$ – середня сума власного капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

Д – кількість днів у досліджуваному періоді;

КОВк – коефіцієнт оборотності власного капіталу у досліджуваному періоді;

з) *період обороту залученого позикового капіталу у днях* (ПОпк); цей показник розраховується за такими формулами:

$$\text{ПОпк} = \frac{\overline{\text{ПК}}}{\text{ОРо}}; \text{ПОпк} = \frac{\text{Д}}{\text{КОпк}}, \quad (2.25)$$

де $\overline{\text{ПК}}$ – середня вартість залученого позикового капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

Д – кількість днів у досліджуваному періоді;

КОпк – коефіцієнт оборотності позикового капіталу у досліджуваному періоді;

и) *період обороту залученого фінансового (банківського) кредиту у днях* (ПОфк); показник визначається за такими формулами:

$$\text{ПОфк} = \frac{\overline{\text{ФК}}}{\text{ОРо}}; \text{ПОфк} = \frac{\text{Д}}{\text{КОфк}}, \quad (2.26)$$

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

де $\overline{\Phi K}$ – середня вартість залученого фінансового (банківського) кредиту у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 OP_o – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;
 D – кількість днів у досліджуваному періоді;
 $KO_{\Phi k}$ – коефіцієнт оборотності фінансового (банківського) кредиту у досліджуваному періоді;
і) *період обороту залученого короткострокового банківського кредиту у днях* ($ПО_{кбк}$); показник розраховується за формулами:

$$ПО_{кбк} = \frac{\overline{КБК}}{OP_o}; ПО_{кбк} = \frac{D}{KO_{кбк}}, \quad (2.27)$$

де $\overline{КБК}$ – середня вартість залученого короткострокового банківського кредиту у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 OP_o – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;
 D – кількість днів у досліджуваному періоді;
 $KO_{кбк}$ – коефіцієнт оборотності короткострокового банківського кредиту у досліджуваному періоді;
ї) *період обороту залученого товарного (комерційного) кредиту у днях* ($ПО_{тк}$); розраховується за формулою:

$$ПО_{тк} = \frac{\overline{ТК}}{OP_o}; ПО_{тк} = \frac{D}{KO_{тк}}, \quad (2.28)$$

де $\overline{ТК}$ – середня вартість залученого товарного (комерційного) кредиту у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 OP_o – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;
 D – кількість днів у досліджуваному періоді;
 $KO_{тк}$ – коефіцієнт оборотності товарного (комерційного) кредиту у досліджуваному періоді;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

й) *період обороту загальної кредиторської заборгованості підприємства у днях* (ПОзкз); визначається за формулою:

$$\text{ПОзкз} = \frac{\overline{\text{ЗКЗ}}}{\text{ОРо}}, \quad (2.29)$$

де $\overline{\text{ЗКЗ}}$ – середня сума кредиторської заборгованості підприємства усіх видів у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

к) *період обороту поточних зобов'язань підприємства у днях* (ПОпз); цей показник визначається за формулою:

$$\text{ПОпз} = \frac{\overline{\text{ПЗ}}}{\text{ОРо}}, \quad (2.30)$$

де $\overline{\text{ПЗ}}$ – середня сума поточних зобов'язань по розрахунках підприємства усіх видів у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 ОРо – одноденний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді.

5. Коефіцієнти оцінки рентабельності (прибутковості) характеризують здатність підприємства генерувати необхідний прибуток у процесі своєї господарської діяльності й визначають загальну ефективність використання активів і вкладеного капіталу. Для проведення такої оцінки використовуються наступні основні показники:

а) *коефіцієнт чистої рентабельності сукупних активів* (Pa) – характеризує рівень чистого прибутку, що генерується усіма активами підприємства, які перебувають у його використанні за балансом; розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\text{Pa} = \frac{\text{ЧПз}}{\text{А}}, \quad (2.31)$$

де ЧПз – загальна сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності у досліджуваному періоді;

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

$\bar{A}$ – середня вартість сукупних активів підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

б) *коефіцієнт економічної рентабельності активів* (E_{Pa}) – характеризує рівень операційного прибутку, що генерується усіма активами підприємства, які перебувають у його використанні за балансом; розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$E_{Pa} = \frac{ОП}{\bar{A}}, \quad (2.32)$$

де ОП – сума операційного прибутку підприємства (*EBIT*);

в) *коефіцієнт рентабельності власного капіталу чи коефіцієнт фінансової рентабельності* (R_{BK}) – характеризує рівень прибутковості власного капіталу, вкладеного у підприємство; для розрахунку цього показника використовується формула:

$$R_{BK} = \frac{ЧПз}{\bar{BK}}, \quad (2.33)$$

де ЧПз – загальна сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності у досліджуваному періоді;

$\bar{BK}$ – середня сума власного капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

г) *коефіцієнт рентабельності реалізації продукції або коефіцієнт комерційної рентабельності* (R_{rp}) – характеризує прибутковість операційної (виробничо-комерційної) діяльності підприємства; розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$R_{rp} = \frac{ЧПрп}{ОР}, \quad (2.34)$$

де ЧПрп – сума чистого прибутку, отримана від операційної діяльності підприємства у досліджуваному періоді;

ОР – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді;

д) *коефіцієнт рентабельності поточних витрат* ($R_{пв}$) – характеризує рівень прибутку, отриманого на одиницю витрат на здійснення операційної (виробничо-комерційної) діяльності підприємства; для розрахунку цього показника використовується така формула:

$$R_{пв} = \frac{ЧПрп}{ПВ}, \quad (2.35)$$

де $ЧПрп$ – сума чистого прибутку, отримана від операційної діяльності підприємства у досліджуваному періоді;

$ПВ$ – сума витрат виробництва (обігу) підприємства у досліджуваному періоді;

е) *коефіцієнт рентабельності інвестицій* (P_i) – характеризує прибутковість інвестиційної діяльності підприємства; розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$P_i = \frac{ЧП_i}{\bar{I}}, \quad (2.36)$$

де $ЧП_i$ – сума чистого прибутку, отримана від інвестиційної діяльності підприємства у досліджуваному періоді;

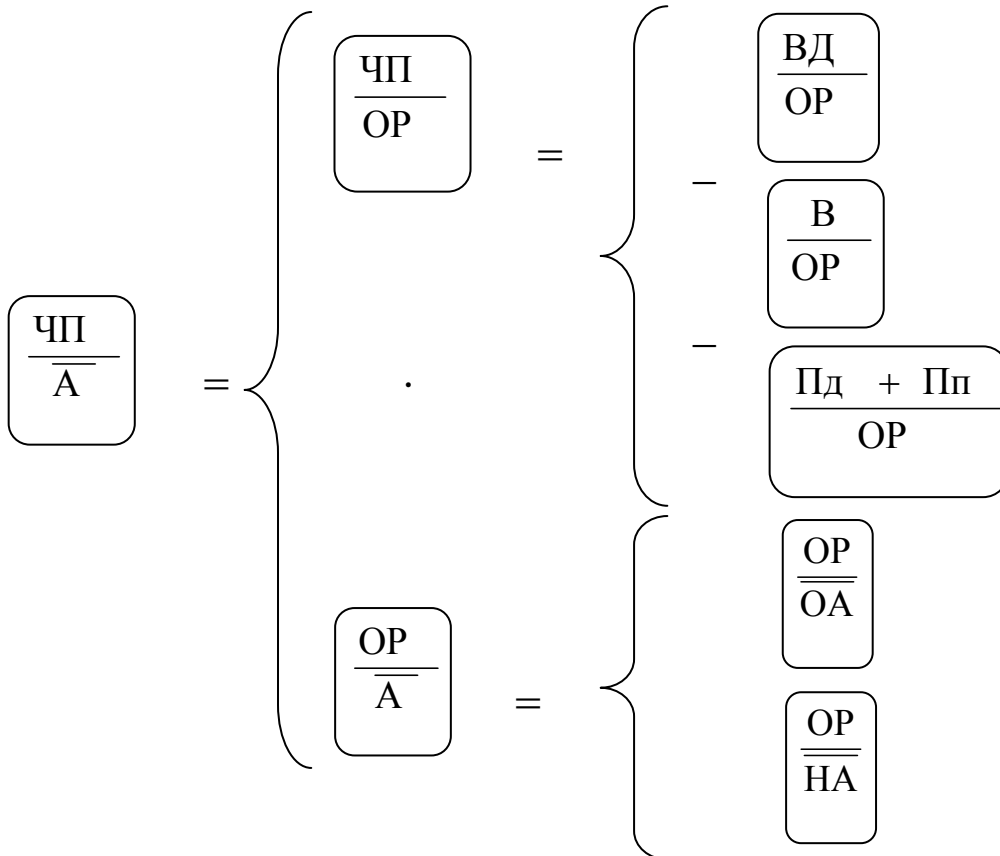
$\bar{I}$ – сума інвестиційних ресурсів підприємства, розміщених в об'єкти реального й фінансового інвестування.

Коефіцієнти рентабельності можуть бути розраховані також за окремими видами активів підприємства, окремими формами залученого ним капіталу, окремими об'єктами реального та фінансового інвестування.

V. Інтегральний фінансовий аналіз дозволяє отримати найбільш поглиблену (багатофакторну) оцінку умов формування окремих агрегованих фінансових показників. В управлінні фінансами найбільш поширені такі системи інтегрального фінансового аналізу, які зазначені нижче.

1. *Система інтегрального аналізу ефективності використання активів підприємства*. Ця система фінансового аналізу, розроблена фірмою «Дюпон» (США), передбачає розкладання показника «коефіцієнт рентабельності активів» на ряд часткових фінансових коефіцієнтів його формування, які взаємопов'язані у єдину систему. Принципова схема проведення такого аналізу подана на рис. 2.4.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**



Умовні позначення:

ЧП – сума чистого прибутку;

ЧВР – чиста виручка від реалізації продукції;

$\overline{\text{А}}$ – середня сума усіх активів;

ОВ – сума операційних витрат;

Пп – сума податків, що сплачують за рахунок прибутку;

$\overline{\text{ОА}}$ – середня сума оборотних активів;

$\overline{\text{НА}}$ – середня сума необоротних активів.

*Рис. 2.4. Схема фінансового аналізу за методикою
корпорації «Дюпон»*

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

В основі цієї системи аналізу знаходиться «Модель Дюпона» (розроблена фірмою «Дюпон», США), відповідно до якої коефіцієнт рентабельності використовуваних активів підприємства є добутком коефіцієнта рентабельності реалізації продукції та коефіцієнта оборотності (кількість оборотів) активів:

$$Pa = Rrp \cdot KOa, \quad (2.37)$$

де Pa – коефіцієнт рентабельності використовуваних активів;
 Rrp – коефіцієнт рентабельності реалізації продукції;
 KOa – коефіцієнт оборотності (кількість оборотів) активів.

Для інтерпретації результатів, отриманих при розрахунку «Моделі Дюпона», може бути використана спеціальна матриця, представлена на рис. 2.5.



Рис. 2.5. Матриця оцінки результату інтегрального аналізу коефіцієнта рентабельності активів підприємства

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

За допомогою зазначеної матриці можна виявити основні резерви подальшого підвищення рентабельності активів підприємства – збільшити рентабельність реалізації продукції; прискорити оборотність активів; використати обидва ці напрями.

Для інтегрального аналізу ефективності використання власного капіталу підприємства може бути використана така трьохфакторна «Модель Дюпона»:

$$P_{BK} = \frac{ЧПз}{BK} = \frac{ЧПз}{OP} \cdot \frac{OP}{\bar{A}} \cdot \frac{\bar{A}}{BK}, \quad (2.38)$$

- де
- P_{BK} – рентабельність власного капіталу;
 - $ЧПз$ – сума чистого прибутку підприємства, отримана від усіх видів господарської діяльності у досліджуваному періоді;
 - BK – середня сума власного капіталу підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 - $\bar{A}$ – середня сума сукупних активів підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);
 - OP – загальний обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді (чиста виручка від реалізації).

2. Система процесно-орієнтованого аналізу рентабельності (ABPA: Activity-Based Performance Analysis) ґрунтується на оцінці співвідношення доходів за бізнес-процесами та окремими споживачами і дозволяє вимірювати ефективність усіх рівнів підприємства: від підприємства у цілому до його бізнес-процесів, окремих видів діяльності. Вимогою АВРА є наявність трьох типів даних: собівартість процесу, доходи у розрізі клієнтів, а також дані про процеси, які здійснюються для кожного клієнта. У системі АВРА відслідковуються усі три параметри і потім дається оцінка чистого доходу як функції від процесів, що виконуються для клієнта.

Необхідною умовою й основою для формування таких показників є запровадження на підприємствах торгівлі функціонально-вартісного обліку витрат (ABC: Activity Based Costing), який передбачає їх віднесення на окремі об'єкти (товари / групи товарів / клієнти / напрями діяльності – у торгівлі) на основі їхнього прояву у перебігу реалізації окремих процесів.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Налагодження та запровадження технології ABC передбачає досить складний комплекс робіт, пов'язаних з ідентифікацією драйверів ресурсів, драйверів дій, об'єктів розподілу витрат, створення системи додаткових рахунків для обліку витрат за основними, допоміжними та управлінськими процесами тощо. В узагальненому вигляді ABC підхід до обліку витрат репрезентує рис. 2.6.

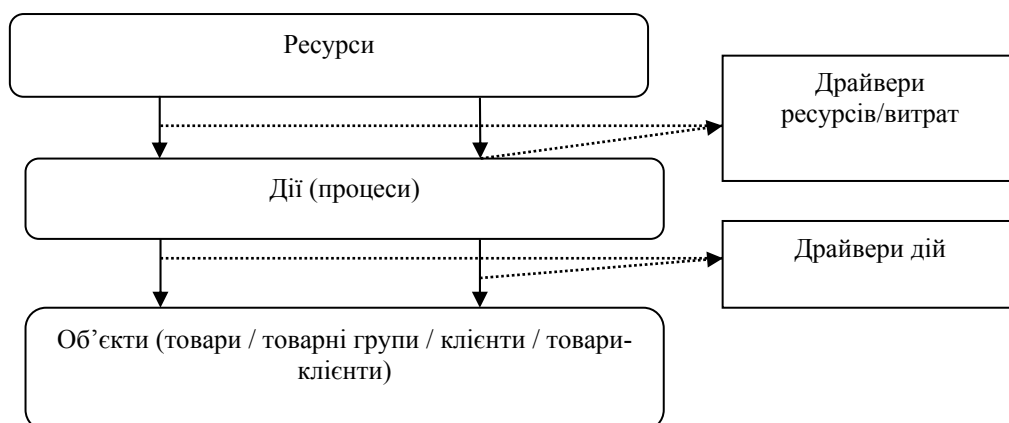


Рис. 2.6. Концептуальне представлення ABC-костингу

Джерело: [44]

Важливим етапом у реалізації ABC-костингу є встановлення драйверів витрат – параметрів, пропорційно до яких витрати переносяться на вартість ресурсів; драйверів ресурсів – параметрів, пропорційно котрим вартість ресурсу переноситься на вартість операції; драйвери дій (операцій) – параметри, пропорційно до яких вартість операцій переноситься на об'єкти витрат. Порівняльна характеристика ABC-костингу і традиційних систем обліку витрат представлена у табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Порівняльна характеристика ABC-костингу і традиційних систем обліку витрат

№ пор.	Об'єкт порівняння	Традиційні системи	Activity-Based Cost System
1	Початкові дані	Накладні витрати, розбиті по традиційних статтях калькуляції	Витрати на ресурси (персонал, машини)

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.5

№ пор.	Об'єкт порівняння	Традиційні системи	Activity-Based Cost System
2	База розподілу першого рівня	Чинники витрат на статтю калькуляції	Чинник витрат на ресурси
3	Пули витрат	Виробничі і допоміжні підрозділи	Операції й процеси, що складаються з них
4	База розподілу другого рівня	Що найчастіше зустрічаються: праця працівників основного виробництва; машино-години; прямі витрати	Чинники витрат по операціях і процесах
5	Об'єкти витрат	Продукція, роботи, послуги	Продукція, роботи, послуги; клієнти, канали збуту; товарні партії, лінії; структурні підрозділи компанії тощо
6	Точність підсумкових значень	Неможливо визначити	Варіюється залежно від деталізації операцій і процесів

Джерело: [45]

3. *Об'єктно-орієнтована система інтегрального аналізу формування чистого прибутку підприємства.* Концепція інтегрованого об'єктно-орієнтованого аналізу, розроблена фірмою «Модернсофт» (США), базується на використанні комп'ютерної технології і спеціального пакета прикладних програм. Основою цієї концепції є подання моделі формування чистого прибутку (або іншого результативного показника фінансової діяльності) підприємства у вигляді сукупності взаємодіючих первинних фінансових блоків, які моделюють «класи» елементів, що безпосередньо формують суму чистого прибутку. Користувач сам визначає систему таких блоків і класів, виходячи зі специфіки фінансової діяльності підприємства, аби, відповідно до бажаного ступеня деталізації, представити у моделі всі ключові елементи формування прибутку. Після побудови моделі користувач наповнює усі блоки кількісними характеристиками відповідно до звітної інформації по підприємству. Систему блоків і класів можна розширити й поглибити згідно із зміною напрямів діяльності підприємства й появи більш докладної інформації про процес формування прибутку.

4. *Система портфельного аналізу*. Цей аналіз ґрунтується на використанні «портфельної теорії», відповідно до якої рівень прибутковості портфеля фондових інструментів розглядається у взаємозв'язку з рівнем ризику портфеля (система «прибуток-ризик»). Відповідно до цієї теорії можна за рахунок формування «ефективного портфеля» (відповідного підбору конкретних цінних паперів) знизити рівень портфельного ризику й відповідно підвищити відношення рівня прибутковості до рівня портфельного ризику. Процес аналізу й підбору у портфель таких цінних паперів і становить основу використання цієї системної теорії.

5. *Система SWOT-аналізу фінансової діяльності*. Назва цієї системи складає аббревіатуру початкових літер термінів, що характеризують об'єкти цього аналізу:

S – Strengths (сильні сторони підприємства);

W – Weaknesses (слабкі сторони підприємства);

O – Opportunities (можливості розвитку підприємства);

T – Threats (загрози розвитку підприємства).

Основним змістом SWOT-аналізу є дослідження характеру сильних і слабких сторін фінансової діяльності підприємства, а також позитивного або негативного впливу окремих зовнішніх (екзогенних) факторів на умови її здійснення у майбутньому періоді.

6. *PEST-аналіз* передбачає комплексне оцінювання факторів зовнішнього середовища непрямого впливу у розрізі політичних, економічних, соціальних і технологічних аспектів з позицій їхнього впливу на фінансовий стан підприємства.

7. *SNV-аналіз* передбачає оцінювання внутрішньої фінансової позиції підприємства з виділенням сильної, нейтральної і слабкої позицій. SNV та PEST-аналіз застосовуються у комплексі із SWOT-аналізом для його здійснення на стратегічному рівні управління.

8. *GAP-аналіз* – це дослідження стратегічного «розриву» між бажаними результатами фінансової діяльності та потенційно можливими. За результатами такого аналізу передбачається виявлення причин «розривів» і можливих методів їх усунення.

9. *PIMS-аналіз (Profit Impact of Market Strategy)* – метод аналізу впливу ринкової стратегії на прибуток. Був розроблений у середині 60-х років XX ст. у компанії «General Electric». PIMS є спробою узагальнити усі змінні, які впливають на довгострокову прибутковість компанії. Вважають, що за цією моделлю, яка використовує майже 30 змінних, можна виявити близько 67% факторів успіху компанії.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

10. *LOTS-аналіз* – це спроба об'єднати усі елементи цілісного погляду на бізнес. Філософія LOTS виходить з того, що підприємство має прагнути й уміти пристосувати свої дії до вимог покупців і відповідно забезпечувати ці дії необхідним обсягом фінансових ресурсів. Метод LOTS включає детальне, послідовне обговорення низки проблем фінансової діяльності на різних рівнях і різній мірі складності: від корпоративної місії компанії у цілому до індивідуального проекту усередині підприємства. Таке обговорення стосується: існуючого фінансового стану, фінансової стратегії, довгострокових та короткострокових фінансових цілей, методів і об'єктів фінансового аналізу, кадрового забезпечення фінансової діяльності, фінансових планів, організації управління фінансами, фінансової звітності.

2.3. Системи та методи фінансового планування

Фінансове планування є процесом розробки системи фінансових планів і планових (нормативних) показників щодо забезпечення розвитку підприємства необхідними фінансовими ресурсами й підвищення ефективності його фінансової діяльності у майбутньому періоді.

Фінансове планування на підприємстві базується на використанні трьох основних його систем:

1. Стратегічного планування фінансової діяльності підприємства.
2. Поточного планування фінансової діяльності підприємства.
3. Оперативного планування фінансової діяльності підприємства.

Кожній із цих систем фінансового планування властиві особливі методичні підходи до здійснення, форми реалізації результатів і певний період (плановий обрій) охоплення (табл. 2.6).

Усі системи внутрішньо-фірмового фінансового планування перебувають у взаємозв'язку й реалізуються у певній послідовності. На першому вихідному етапі цього процесу здійснюється стратегічне фінансове планування, що покликане реалізувати стратегічні цілі розвитку підприємства, а також визначити завдання й параметри поточного фінансового планування. У свою чергу, поточне фінансове планування, формуючи планові завдання фінансового розвитку підприємства у межах майбутнього року, створює основу для розробки й доведення до виконавців оперативних бюджетів (та інших форм оперативних планових завдань) по усіх основних питаннях фінансової діяльності.

Таблиця 2.6

**Характеристика основних систем внутрішньо-фірмового
фінансового планування**

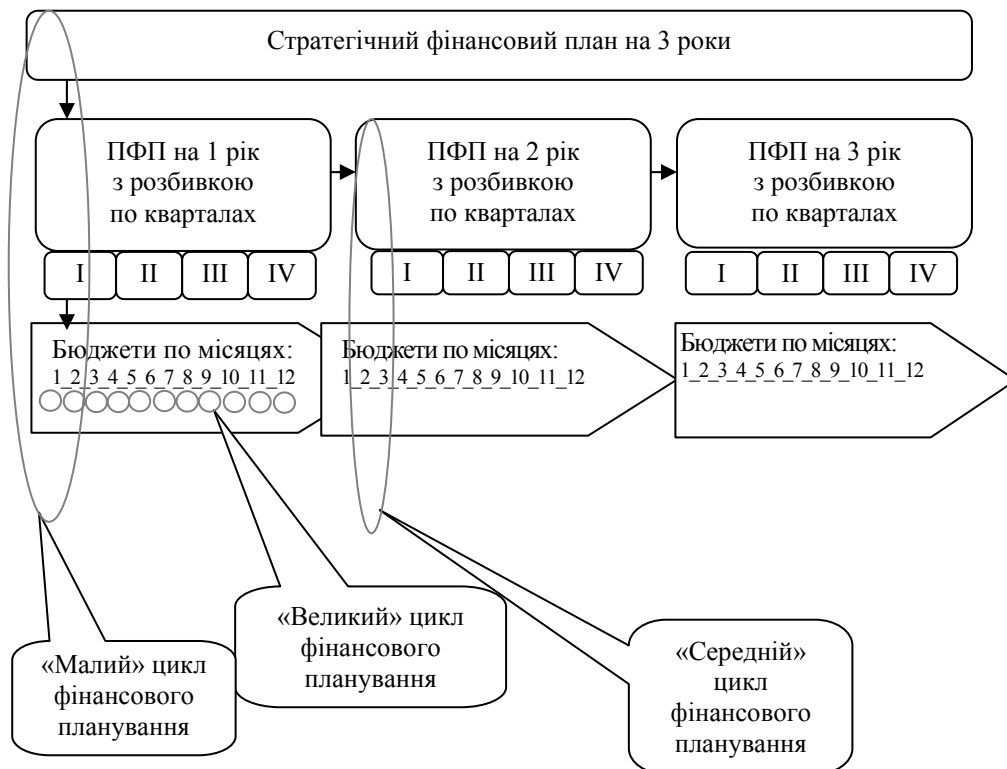
Системи фінансового планування	Основний методичний підхід до здійснення планування	Форми реалізації результатів фінансового планування	Період (обрій) планування
1. Стратегічне фінансове планування	Програмно-цільовий. Прогнозування	Розробка довгострокового фінансового плану по найважливіших напрямках фінансової діяльності підприємства	До 3-х років
2. Поточне планування фінансової діяльності	Техніко-економічне обґрунтування	Розробка поточних фінансових планів по окремих аспектах фінансової діяльності підприємства	1 рік
3. Оперативне планування фінансової діяльності	Бюджетування	Розробка й доведення до виконавців бюджетів, платіжних календарів та інших оперативних планових завдань по усіх основних питаннях фінансової діяльності	Місяць, квартал

Наявність трьох рівнів (підсистем) фінансового планування та часового лагу у процедурах планування дозволяє стверджувати, що процес фінансового планування є послідовністю «великих», «середніх» і «малих» циклів планових процедур (рис. 2.7), який дозволяє наочно переконатися у їхньому послідовному чергуванні.

У свою чергу, кожний цикл фінансового планування характеризується наявністю різних фаз. Так, великий цикл фінансового планування охоплює фази стратегічного, поточного та оперативного фінансового планування; середній цикл охоплює фази поточного й оперативного фінансового планування, а малий – лише оперативного планування.

Процес фінансового планування у межах кожного циклу, видається, можна охарактеризувати послідовною зміною трьох стадій: підготовчо-аналітичної; планово-розрахункової та заключної, кожна з яких, у свою чергу містить ряд послідовних етапів (рис. 2.8).

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Умовні позначення: ПФП – поточний фінансовий план

Рис. 2.7. Циклічний процес фінансового планування

Так, у межах підготовчо-аналітичної стадії фінансового планування здійснюється формування інформаційної бази (або поля) планування, фінансовий аналіз та прогнозування.

Важливим етапом підготовчо-аналітичної стадії фінансового планування є прогнозування, яке передбачає побудову фінансових прогнозів розвитку підприємства. Прогнозування (від грец. *prognosis* – передбачення) є видом пізнавальної діяльності, спрямованим на визначення тенденцій динаміки конкретного об'єкта або явища на основі аналізу його стану у минулому і поточному періодах. Виходячи із цього, фінансове прогнозування на підприємстві – це процес визначення тенденцій розвитку фінансового стану підприємства на основі його попереднього аналізу.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 2.8. Послідовність та зміст основних стадій процесу фінансового планування

Фінансовий прогноз характеризує ймовірний фінансовий стан підприємства, виходячи із тенденцій розвитку фінансового потенціалу підприємства і параметрів зовнішнього фінансового середовища.

Таким чином, фінансовий прогноз виявляє систему альтернатив фінансового розвитку підприємства, у межах яких здійснюється формування цілей, їхня конкретизація і прийняття рішень щодо способів досягнення. У сучасній практиці застосовуються різні види прогнозів.

Прогнозування – це складний процес, який має свою власну внутрішню логіку та спеціальні методи, котрі є універсальними для будь-якої предметної сфери і застосовувані власне для фінансового прогнозування. Узагальнена схема процесу фінансового прогнозування представлена на рис. 2.9, а характеристика основних методів – у табл. 2.7.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

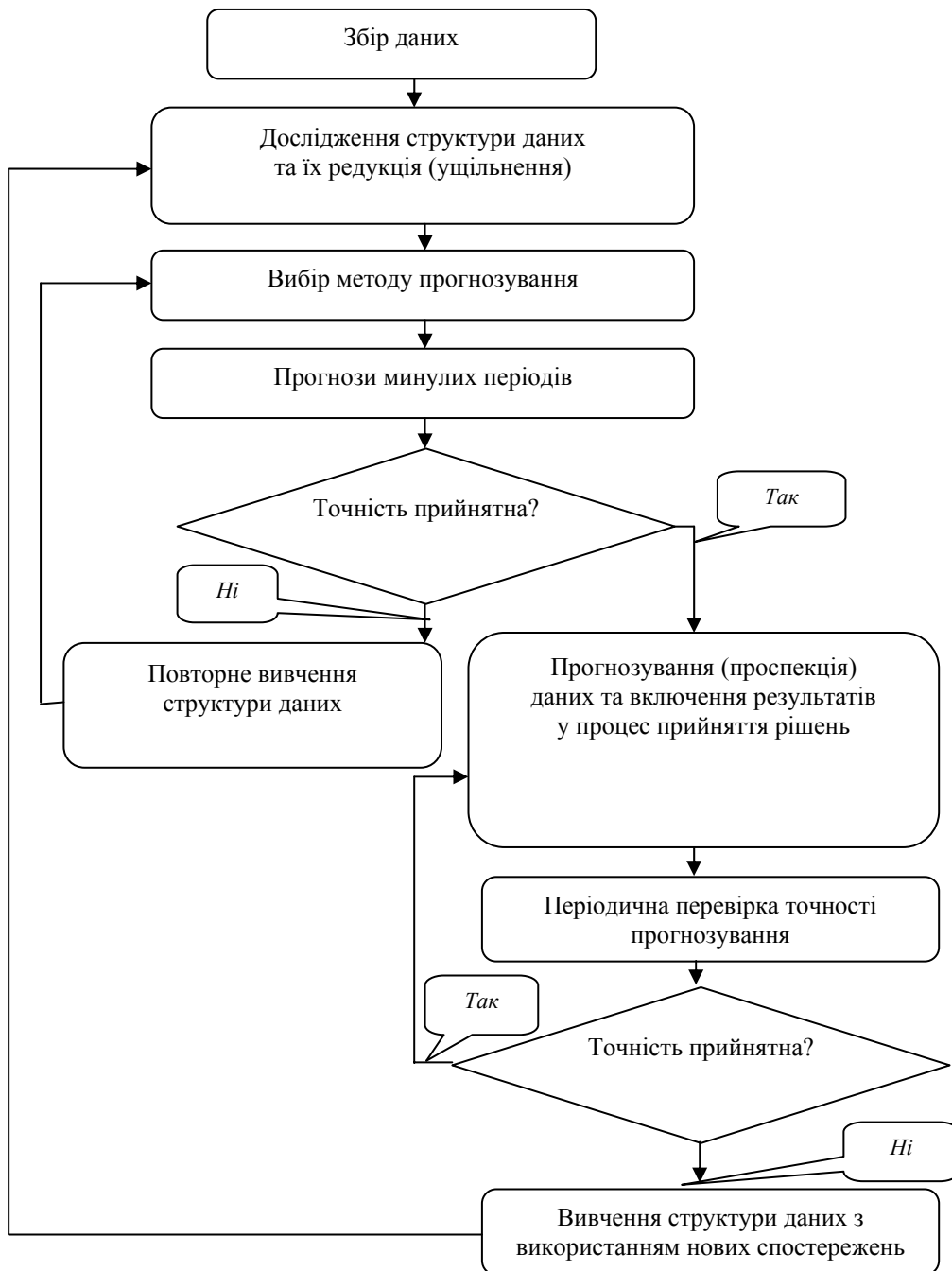


Рис. 2.9. Послідовність процесу фінансового прогнозування

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Результати фінансового аналізу та прогнозування є основою для реалізації планово-розрахункової стадії фінансового планування, у межах якої послідовно реалізуються наступні етапи: формування переліку фінансових планів і планових фінансових показників відповідно до об'єкта фінансового планування; вибір методів фінансового планування; проведення багатоваріантних планових розрахунків, вибір базового варіанта фінансового плану.

Таблиця 2.7

Коротка характеристика основних методів фінансового прогнозування

Методи фінансового прогнозування	Коротка характеристика
Каузальні методи прогнозування	
Метод простої регресії	Метод пояснюючого прогнозування; передбачає наявність причинно-наслідкових зв'язків між змінними на вході і виході системи. Може застосовуватися у перебігу коротко- та середньострокового прогнозування
Метод множинної регресії	Метод пояснюючого прогнозування; передбачає наявність причинно-наслідкових зв'язків між понад, ніж однією змінною на вході та змінною на виході системи. Може застосовуватися у перебігу коротко- та середньострокового прогнозування
Методи прогнозування на основі часових рядів	
Метод декомпозиції	Метод досліджуючого прогнозування; передбачає причинно-наслідковий зв'язок між часом та змінною на виході системи, а динамічний ряд поділяється на складові частини (компоненти). Може застосовуватися переважно у середньостроковому прогнозуванні
Метод ковзаної середньої	Дозволяє уникати випадкової компоненти із часових рядів; прогноз ґрунтується на проектуванні даних часових рядів, згладжених методом ковзаної середньої. Рекомендується застосовувати переважно у короткостроковому фінансовому прогнозуванні
Метод експоненціального згладжування	Дозволяє уникати випадкової компоненти із часових рядів; прогноз ґрунтується на проектуванні даних часових рядів на основі зваженого (експоненціального) усереднення даних попередніх спостережень, що передбачає постійне оновлення моделі. Рекомендується застосовувати переважно у короткостроковому фінансовому прогнозуванні
Метод авто-регресійного моделювання	Прогноз є функцією від попередніх значень часового ряду. Застосовується для стаціонарних часових рядів з метою оцінювання взаємозв'язків між сусідніми спостереженнями часових рядів. Застосовується у коротко- та середньострокових прогнозах

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.7

Методи фінансового прогнозування	Коротка характеристика
Метод Бокса-Дженкінса	Методологія не передбачає будь-якої особливої структури даних часових рядів; ґрунтується на ітеративному підході до визначення допустимої моделі прогнозування. Застосовується у коротко- та середньострокових прогнозах
Метод нейронних мереж	Передбачає програмування великої кількості моделей, які охоплюють увесь спектр взаємовідносин між різними змінними, що спроможні вплинути на кінцеві значення залежних змінних. Програма нейронної мережі асимілює моделі та встановлює взаємозв'язки на основі вивчення їхньої зміни у попередні періоди. Знаходиться у процесі розвитку
Методи суб'єктивних оцінок (експертні методи)	
Метод кривих зростання	Передбачає дослідження довгострокової динаміки змінних, значення яких проектується на майбутнє без аналізу механізмів, що обумовлюють таку динаміку
Метод Дельфі	Прогноз є результатом декілька раундової дискусії та консенсусу експертів щодо розвитку досліджуваного об'єкта
Метод написання сценаріїв	Передбачає підготовку довгострокового сценарію розвитку підприємства, його фінансової діяльності на основі обговорення перспектив розвитку різними групами фахівців підприємства

Перелік фінансових планів і планових фінансових показників визначається фазою фінансового планування, розміром підприємства, видом діяльності, стадією життєвого циклу тощо. Відповідно до сформованого переліку планових документів та показників, з урахуванням результатів фінансового прогнозування обираються методи фінансового планування. Вони диференціюються за підсистемами фінансового планування.

Загалом сформований перелік планів і планових фінансових показників, взаємозв'язки між ними та адекватні їм методи фінансового планування формують так звану модель фінансового планування на підприємстві.

У загальному розумінні модель являє собою образ реального процесу (явища), відтворений у матеріальній чи ідеальній формі, що відображає суттєві властивості модельованого об'єкта і заміщує його під час дослідження. Таким чином, під моделлю фінансового планування підприємства розуміється образ реальної системи відносин щодо формування, розподілу й використання фінансових ресурсів, який дозволяє трансформувати вихідну фінансову інформацію у характеристику майбутнього фінансового стану підприємства. Моделі, що набули поширення у закордонній практиці фінансового планування, наведено у табл. 2.8.

Таблиця 2.8

Моделі фінансового планування

Назва моделі	Коротка характеристика
Фінансові моделі на основі алгебраїчних рівнянь	
Модель Уоррена і Шелтона «FINPLAN»	Ґрунтується на системі алгебраїчних рівнянь і охоплює усі аспекти фінансової діяльності підприємства, дозволяє здійснювати імітаційне моделювання варіантів фінансового розвитку підприємства при зміні параметрів: обсяг реалізації, рівень нерозподіленого прибутку, коефіцієнта фінансового левериджу. Включає 20 рівнянь, що описують інвестиційну, дивідендну політику, виробничу програму і політику фінансування активів
Балансово-фінансова модель Мертенса і Гріза	Ґрунтується на системі алгебраїчних рівнянь, параметри яких групуються за модулями: 1) накопичені дані минулих періодів (статті звітних балансів); 2) параметри, що вводяться періодично чи змінюються самою системою (коефіцієнти витрат тощо); 3) дані, які постійно оновлюються (надходження й вибуття запасів, основних засобів, обсяги реалізації тощо); 4) показники, що розраховуються самою системою (амортизація, прибуток)
Модель Інституту планування м. Гіссена	Складається з базової моделі (матриці витрат і доходів, балансових статей, статей надходження й витрачання грошових коштів), яка поєднується з чотирма допоміжними модулями: модель амортизації, кредитна модель, модель залишкового фінансування, входи-виходи моделі. Застосовується переважно для стратегічного фінансового планування, але адаптується і для здійснення поточного планування
Модель інтегрованого управління прибутком і фінансами Л. Лахніта	Імітаційна модель передбачає стратегічне й оперативне планування прибутку і ліквідності, по підприємству у цілому, по функціональних підрозділах і службах. Бюджетне планування будується за принципом зустрічних потоків
Моделі на основі лінійного програмування	
Модель лінійного програмування Карлетона	Передбачає вибір цільової функції, змінних та системи обмежень. Цільова функція моделі – максимізація приведеної вартості власного (акціонерного) капіталу (модифікація моделі Гордона)
Аналітична модель Швайма	Базується на методах лінійного програмування з урахуванням видів продукції, незмінності цін продажу і цін на ресурси, лінійній однорідності виробничих функцій. Передбачає синхронну оптимізацію виробничої, інвестиційної програм та програми фінансування активів

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.8

Назва моделі	Коротка характеристика
Модель зустрічного цільового планування прибутку Цвікера	Дозволяє реалізовувати концепцію «управління за цілями»: здійснює ув'язку генеральних цілей підприємства з базовими цілями підрозділів. Передбачає три етапи планування: зверху-вниз, знизу-вгору та зустрічне планування
Моделі на основі регресійного аналізу	
Модель Спайса на основі регресійного аналізу	Базується на п'яти рівняннях множинної регресії, що дозволяють здійснювати аналіз взаємопов'язаних рішень щодо інвестицій, залучення капіталу і дивідендів, що відтворюють траєкторію фінансових рішень

Обґрунтування моделі фінансового планування є відповідальним завданням процесу фінансового планування, розв'язання якого значним чином визначатиме якість планових фінансових рішень. На думку фахівців з фінансового менеджменту, дієва модель фінансового планування має відповідати наступним характеристикам: достовірність вихідних даних і гіпотез; гнучкість моделі; зрозумілість вихідних даних та результатів планування; коректна взаємоув'язка показників моделі, що характеризують різні аспекти фінансово-господарської діяльності підприємства; максимально-припустима простота моделі.

Заключна стадія фінансового планування передбачає оцінювання якості фінансового плану, його коригування та прийняття до виконання.

I. Система стратегічного фінансового планування є найбільш складною з розглянутих систем і вимагає для своєї реалізації високої кваліфікації виконавців.

Стратегічне фінансове планування – найвища у ієрархічній структурі підсистема фінансового планування, дієвий метод стратегічного фінансового управління, який є процесом обґрунтування перспективних фінансових цілей підприємства та шляхів їхнього досягнення і базується на проактивному стилі, поєднанні раціональної й комунікативної дії.

Стратегічний фінансовий план – важливий елемент, форма конкретизації і формалізації фінансової стратегії, котрий відображає перспективні фінансові цілі підприємства, відповідні їм показники перспективного фінансового розвитку, параметри фінансового потенціалу та шляхи їхнього досягнення.

Місце стратегічного фінансового планування у системі стратегічного фінансового управління представлено на рис. 2.10.



Рис. 2.10. Місце стратегічного фінансового планування у системі стратегічного управління фінансами підприємства

Таким чином, у структурі стратегічного фінансового плану, як видається, можна виокремити наступні складові елементи:

- стратегічні фінансові цілі, що характеризують бажані майбутні обмежені у часі параметри фінансового стану підприємства, співвіднесені з його реальними фінансовими можливостями, які конкретизують стратегічне бачення власників і топ-менеджерів стратегічного фінансового розвитку підприємства, погоджене з фінансовими інтересами інших зацікавлених сторін і виступають інструментом управління фінансами під-

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

приємства, який сприяє ініціюванню змін по його удосконаленню й розвитку та є основою для обґрунтування планових фінансових показників діяльності;

- система стратегічних планових фінансових показників, які конкретизують та кількісно описують стратегічні фінансові цілі підприємства торгівлі;
- фінансова політика, котра є формою реалізації фінансової стратегії і обґрунтовується за усіма функціональними напрямками фінансової діяльності;
- програми фінансового розвитку, які містять перелік перспективних заходів, робіт за основними напрямками фінансової діяльності підприємства торгівлі, що спрямовані на посилення й підвищення ефективності використання його внутрішнього фінансового потенціалу.

Вихідними передумовами для розробки довгострокового фінансового плану за найважливішими напрямками фінансової діяльності підприємства є наступні:

- 1) фінансова стратегія підприємства;
- 2) прогнозна кон'юнктура фінансового ринку у розрізі основних його видів – кредитного, фондового, валютного тощо;
- 3) прогнозні зміни інших факторів зовнішнього середовища й внутрішнього розвитку підприємства;
- 4) результати горизонтального (трендового) аналізу найважливіших показників фінансової діяльності підприємства за декілька попередніх років.

Оскільки низка вихідних передумов довгострокового фінансового плану по найважливіших напрямках фінансової діяльності підприємства має імовірнісний характер і діапазон їхніх параметрів в умовах сучасної економічної нестабільності країни достатньо великий, цей план бажано розробляти у декількох варіантах – «оптимістичному», «реалістичному» і «песимістичному».

Довгостроковий фінансовий план по найважливіших напрямках фінансової діяльності підприємства складається, як правило, на майбутні три роки з розбивкою по окремих роках прогнозованого періоду. Форма такого плану має довільний характер, але у ньому повинні отримати відображення найбільш важливі параметри фінансового розвитку підприємства, які обумовлені цілями його фінансової стратегії. До числа основних з таких параметрів належать:

- прогнозна сума активів підприємства (у цілому, у тому числі оборотних);

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- прогнозна структура капіталу (співвідношення власних і позикового його видів);
- прогнозний обсяг реального інвестування підприємства;
- прогнозні сума чистого прибутку підприємства й показник рентабельності власного капіталу;
- прогнозна сума амортизаційного потоку (відповідно до вибраної амортизаційної політики підприємства);
- прогнозне співвідношення розподілу чистого прибутку підприємства на споживання й нагромадження (відповідно до обраної дивідендної політики підприємства);
- прогнозна сума чистого грошового потоку підприємства.

Розроблення стратегічного фінансового плану є складним процесом, який передбачає чітке взаємоузгодження стратегічних фінансових цілей, фінансових показників, що їх конкретизують, перспективних фінансових політик і програм фінансового розвитку як між собою, так із загально-корпоративною стратегією, стадією життєвого циклу, стратегічною фінансовою позицією підприємства.

З огляду на це, у сучасній теорії й практиці стратегічного управління обґрунтовано низку інструментів, які забезпечують таку узгодженість і можуть покладатися в основу розроблення стратегічного фінансового плану (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Інструменти узгодження окремих елементів і представлення стратегічного фінансового плану

Інструменти	Коротка характеристика
«Tableaudebord» (дослівно із фр. – бортова панель)	Відображає принципові цільові показники діяльності підприємства, які чітко не структуруються за рубриками чи перспективами, але у цілому відображають дві перспективи: фінанси й бізнес-процеси. Широко застосовується у Франції (майже 90% підприємств) і понині. У сучасній інтерпретації розглядається як інструмент управління з «вибору, документування та інтерпретації об'єднаних причинно-наслідковими зв'язками фінансових і не фінансових показників»
Піраміда діяльності К. Мак-Найра, Р. Лінча, К. Кросса	Модель передбачає формування фінансових і не фінансових показників за 9 перспективами (фінанси, ринок, задоволеність клієнтів, інновації та навчання, продуктивність, якість, час поставок, виробничий цикл, втрати), які структуруються за рівнями ієрархії. Модель пов'язує стратегічні цілі вищого рівня з операційними показниками персоналу нижчих ієрархічних рівнів

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Закінчення табл. 2.9

Інструменти	Коротка характеристика
Збалансована система показників (Р. Нортон, Д. Каплан)	Система реалізації стратегії підприємства, оцінки діяльності підприємства, яка передбачає систематизацію цілей і показників у розрізі перспектив: фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, навчання, які формуються за ланцюгом «цілі-показники – завдання-ініціативи» та їх каскадування на різні рівні управління
Модель стратегічних карт Мейселя	Передбачає виділення чотирьох ключових аспектів діяльності підприємства, по яких формуються цілі, стратегічні показники та здійснюється оцінка підприємства: фінанси, бізнес-процеси, клієнти, трудові ресурси
Система оцінки ефективності та росту – EP&M	Передбачає систематизацію цілей і показників у розрізі чотирьох перспектив: зовнішнє середовище – обслуговування споживачів та задоволення попиту; внутрішнє середовище – підвищення ефективності і продуктивності; зверху вниз – розповсюдження й адаптація стратегії, стимулювання змін; знизу – вверх – посилення впливу акціонерів та розширення свободи персоналу. Модель орієнтує підприємство як на реалізацію стратегії, так і на формування корпоративної культури змін
Універсальна система показників (Рамперсад К. Хьюберт)	Визначається дослідником як «систематичний процес безперервного, послідовного і регулярного удосконалення, розвитку й навчання, спрямований на стійке зростання результатів діяльності персоналу та організації». Включає п'ять елементів: особиста система збалансованих показників, організаційна система збалансованих показників, загальний менеджмент якості, управління результативністю, цикл навчання Колба
Система управління на основі EVA (Дж. Стерн, Ж. Стюарт)	Система управління, що орієнтує підприємство на зростання цінності, яка ґрунтується на математичній моделі обчислення показника EVA і дозволяє на основі аналізу та деталізації її складових формувати систему цілей і цільових показників, завдань по їх виконанню та відповідальних за реалізацію окремих ініціатив. Як правило, містить лише або здебільшого фінансові показники. Система забезпечує, на думку авторів, 4М: вимірюваність (Measurement) шляхом створення системи оцінки; управління (Managementsystem) шляхом забезпечення комплексу управлінських рішень; мотивацію (Motivation) на основі показника EVA; стиль мислення (Mindset), оскільки забезпечує зміну корпоративної культури

У процесі обґрунтування основних показників довгострокового фінансового плану підприємства використовуються зазначені нижче основні **методи**.

1. *Метод кореляційного моделювання.* Сутність цього методу полягає у встановленні кореляційної залежності між двома розглянутими показниками у динаміці й наступному прогнозуванні одного з них залежно від зміни іншого (базового). В управлінні фінансами значного поширення отримало прогнозування суми активів підприємства (у цілому й окремих їхніх видів), а також деяких інших показників залежно від зміни обсягу реалізації продукції.

2. *Метод оптимізаційного моделювання.* Його сутність полягає в оптимізації конкретного прогнозованого показника залежно від низки умов його формування. Цей метод використовується в управлінні фінансами при прогнозуванні структури капіталу, чистого прибутку й деяких інших показників.

3. *Метод багатофакторного економіко-математичного моделювання.* Сутність цього методу полягає у тому, що прогнозний показник визначається на основі конкретних математичних моделей, що відбивають функціональний взаємозв'язок його кількісного значення від системи певних факторів, які також мають кількісне вираження. В управлінні фінансами широко використовуються різноманітні моделі стійкого росту підприємства, котрі визначають обсяги його зовнішнього фінансування залежно від темпу росту реалізації продукції (або у зворотній постановці) тощо.

4. *Розрахунково-аналітичний метод.* Його сутність у прямому розрахунку кількісних значень прогнозних показників на основі використання відповідних норм і нормативів. В управлінні фінансами цей метод використовується при прогнозуванні суми амортизаційного потоку (на основі використання різних методів амортизації), відповідно й чистого грошового потоку (при раніше зпрогнозованій сумі чистого прибутку підприємства).

5. *Статистичний метод.* Сутність цього методу полягає у дослідженні закономірностей динаміки конкретного показника (визначенні лінії його тренда) і перенесенні темпів цієї динаміки на прогнозний період. Незважаючи на відносну простоту цього методу, його використання дає найменшу точність прогнозу, оскільки не дозволяє врахувати нові тенденції й фактори, що впливають на динаміку розглянутого показника. Цей метод може застосовуватися у прогнозних розрахунках лише за незмінності умов формування того або іншого фінансового показника, що в наших економічних умовах досить проблематично.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

6. *Програмно-цільовий метод* передбачає встановлення чіткого взаємозв'язку між цілями та наявними ресурсами шляхом розроблення спеціальних програм. Його особливістю є обґрунтування бажаних фінансових результатів діяльності, а потім можливих ресурсів для їхнього досягнення.

7. *Матричний метод*. Передбачає побудову матриці за певними показниками і встановленими критеріями та оцінку можливої траєкторії «руху» підприємства у її різні квадранти. У межах матричного підходу можуть застосовуватися відомі матриці або обґрунтовуватися авторські моделі під потреби підприємства.

8. *Метод нейронних мереж*. Нейронні мережі – це адаптивні системи для обробки та аналізу даних, які являють собою математичну структуру, що імітує деякі аспекти роботи людського мозку і демонструє такі його можливості, як здатність до неформального навчання, узагальнення й кластеризації некласифікованої інформації, здатність самостійно будувати прогнози на основі уже пред'явлених часових рядів. Їхньою головною відмінністю від інших методів, наприклад, таких як експертні системи, є те, що нейромережі у принципі не потребують заздалегідь відомої моделі, а будують її самі тільки на основі пропонованої інформації. Уже широко застосовуються для прогнозування ціни акцій, проте можуть використовуватися для прогнозування виручки від реалізації, грошових потоків.

9. *Експертний метод*. Обґрунтування планових стратегічних показників відбувається на основі оцінок експертів щодо розвитку підприємства торгівлі та зовнішнього середовища його функціонування.

10. *Сценарний метод*. Передбачає оцінювання різних сценаріїв фінансового розвитку підприємства залежно від зміни окремих параметрів зовнішнього середовища функціонування підприємства торгівлі. Суть методу полягає у ідентифікації детермінованих факторів та ключових факторів невизначеності, які лежать в основі обчислення різних варіантів розвитку. Високий рівень невизначеності умов функціонування підприємств формує новий вид планування на основі сценарного методу – сценарне планування, яке розглядається як інструмент управління невизначеністю майбутнього (рис. 2.11).

II. Система поточного фінансового планування базується на розробленому стратегічному плані по найважливіших аспектах фінансової діяльності. Це планування полягає у розробці конкретних видів поточних фінансових планів, які дозволяють визначити на майбутній період усі джерела фінансування розвитку підприємства, сформулювати структуру його доходів і витрат, забезпечити постійну платоспроможність підприємства, визначити структуру його активів і капіталу на кінець планованого періоду.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 2.11. Семантична модель сценарного стратегічного фінансового планування на підприємстві

Поточні плани фінансової діяльності розробляються на майбутній рік з розбивкою по кварталах.

Вихідними передумовами для розробки поточних фінансових планів підприємства є:

- стратегічний фінансовий план підприємства;
- плановані обсяги виробництва й реалізації продукції та інші економічні показники операційної діяльності підприємства;
- система розроблених на підприємстві норм і нормативів витрат окремих ресурсів;
- діюча система ставок податкових платежів;
- діюча система норм амортизаційних відрахувань;
- середні ставки кредитного й депозитного відсотків на фінансовому ринку;
- результати фінансового аналізу за попередній рік.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Якщо економічна ситуація у країні й кон'юнктура товарного й фінансового ринків на майбутній рік прогнозуються як нестабільні, поточні фінансові плани підприємства за основними показниками бажано розробляти у декількох варіантах – від «оптимістичного» до «песимістичного».

Основні види поточних фінансових планів, що розробляються на підприємстві, зазначені на рис. 2.12.



Рис. 2.12. Система основних видів поточних фінансових планів, що розробляються на підприємстві

1. *План доходів та витрат по операційній діяльності* є одним з основних видів поточного фінансового плану підприємства, який розробляється на початковому етапі поточного планування його фінансової діяльності (оскільки низка його показників слугує базисом розробки інших видів поточних фінансових планів).

Метою розробки цього плану є визначення суми чистого прибутку по операційній діяльності підприємства.

У процесі розробки цього плану має бути забезпечений чіткий взаємозв'язок планованих показників доходів від реалізації продукції (валового і чистого), витрат, податкових платежів, прибутку до оподаткування й чистого прибутку підприємства.

2. *План надходження й витрачання грошових коштів* має відображати результати прогнозування грошових потоків підприємства.

Метою розробки цього плану є визначення обсягу й джерел формування фінансових ресурсів підприємства; розподіл фінансових ресурсів по видах і напрямках його господарської діяльності; забезпечення постійної платоспроможності підприємства на всіх етапах планового періоду.

У цьому плані має бути забезпечений чіткий взаємозв'язок показників залишку грошових коштів на початок періоду, їхнє надходження і витрачання у плановому періоді й залишку грошових коштів на кінець періоду.

3. *Балансовий план* відображає результати прогнозування складу активів і структури використовуваного капіталу підприємства на кінець планового періоду.

Метою розробки балансового плану є визначення необхідного приросту окремих видів активів із забезпеченням їх внутрішньої збалансованості, а також формування оптимальної структури капіталу, що забезпечує достатню фінансову стійкість підприємства у майбутньому періоді.

При розробці балансового плану використовується укрупнена схема статей балансу підприємства, яка відображає вимоги його побудови стосовно специфіки конкретної організаційно-правової форми діяльності (товариства з обмеженою відповідальністю; акціонерного товариства тощо).

Окрім перерахованих основних видів поточних фінансових планів на підприємстві можуть розроблятися й інші їхні види (наприклад, програма реальних інвестицій у розрізі окремих інвестиційних проектів, емісійний план, план нейтралізації фінансових ризиків тощо).

Методи поточного фінансового планування та можливості їхнього застосування представлено у табл. 2.10, а модель поточного фінансового планування – на рис. 2.13.

III. Система оперативного фінансового планування базується на розроблених поточних фінансових планах. Це планування полягає у розробці комплексу короткострокових планових завдань по фінансовому забезпеченню основних напрямів господарської діяльності підприємства. Головною формою такого планового фінансового завдання є бюджет.

Бюджет являє собою оперативний фінансовий план короткострокового періоду, що розробляється зазвичай у межах до одного року (як правило, у межах майбутнього кварталу або місяця), що відображає витрати й надходження фінансових ресурсів у процесі здійснення конкретних видів господарської діяльності.

Він деталізує показники поточних фінансових планів та є головним плановим документом, що доводиться до «центрів відповідальності» усіх типів.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Таблиця 2.10

**Основні характеристики та сфера застосування
методів поточного фінансового планування**

Сфера застосування/ характеристика	Економіко- математичний	Техніко- економічних розрахунків	Факторно- аналітичний	Балансовий
<i>Можливість застосування для планування окремих показників поточного фінансового плану</i>				
Доходи	+	-	+	-
Витрати	+	+ -	+	-
Прибуток	+	-	+	+
Необоротні операційні активи	+	+	+	+
Запаси	+	+	+	+
Дебіторська заборгованість	+	-	+	-
Грошові кошти	+	+	+	+
Грошові потоки	+	-	+	+ -
<i>Умовні позначення: (+) – прийнятний; (+-) – частково прийнятний; (-) – неприйнятний (або майже неприйнятний)</i>				
<i>Характеристика методів</i>				
Трудомісткість методу	++	+	-	-
Відповідність сучасним умовам господарювання	++	+	+	+
Універсальність	+	-	-	-
Необхідність ПЕОМ для застосування	+	+ -	-	-
Можливість застосування на підприємствах:				
– великих;	+	+	+	+
– середніх;	+ -	+ -	+	+
– малих	+ -	+ -	+	+
<i>Умовні позначення: (++) – дуже виражена; (+) – виражена; (-) – не виражена</i>				

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

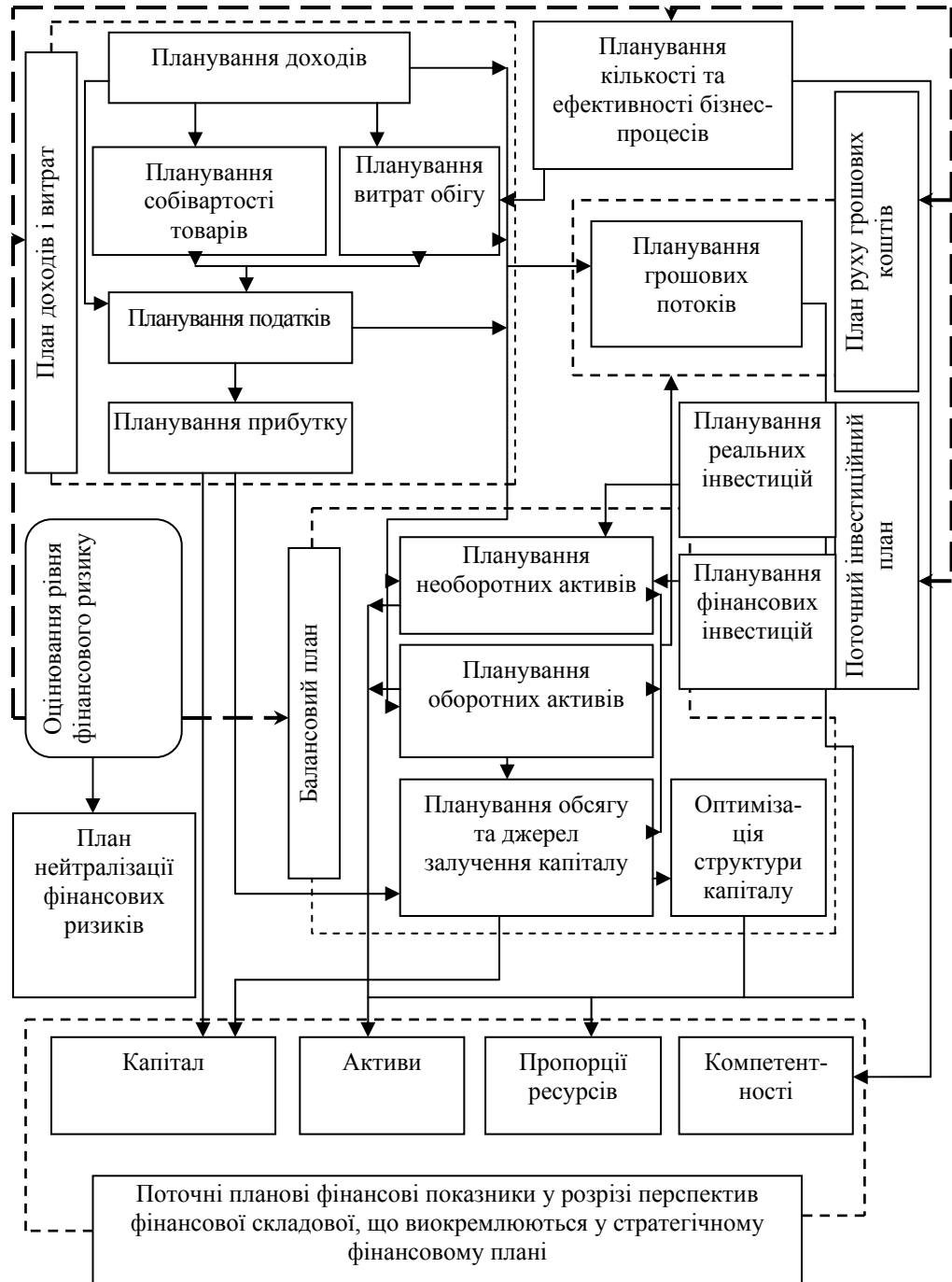


Рис. 2.13. Концептуальне представлення поточного фінансового планування на підприємстві

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Розробка планових бюджетів на підприємстві характеризується терміном «бюджетування» і спрямована на рішення двох основних завдань: а) визначення обсягу й складу витрат, пов'язаних з діяльністю окремих структурних одиниць і підрозділів підприємства; б) забезпечення покриття цих витрат фінансовими ресурсами з різних джерел.

Процес бюджетування має безперервний чи ковзкий характер. Виходячи із планових фінансових показників, що встановлені на рік у процесі поточного фінансового планування, заздалегідь (до настання планового періоду) розробляється система квартальних бюджетів (на майбутній квартал), а у межах квартальних бюджетів – система місячних бюджетів (на кожний майбутній місяць). Процес такого ковзкого бюджетування гарантує безперервність функціонування системи оперативного планування фінансової діяльності підприємства, закладає міцну основу для здійснення постійного контролю й необхідного коригування результатів цієї діяльності.

Виокремлюють наступні види бюджетування:

1. *Залежно від підходу до обґрунтування окремих показників бюджету* розрізняють *фіксоване* та *гнучке* бюджетування. При фіксованому підході показники обґрунтовуються у фіксованих сумах і не прив'язуються до обсягів діяльності, тощо. Натомість гнучке бюджетування передбачає обчислення основних фінансових показників бюджету на основі їхнього встановленого рівня до обсягів діяльності (у торгівлі – товарообороту). У практичній діяльності у більшості випадків, що є виправданим, у перебігу бюджетування комбінують використання зазначених підходів і застосовують їх диференційовано у розрізі окремих фінансових показників. Так, гнучкий підхід застосовують для бюджетування змінної частини витрат, прибутку, собівартості товарів тощо, а для обґрунтування статей постійних витрат використовують фіксований підхід.

2. *Залежно від способу обчислення окремих фінансових показників бюджету* більшість дослідників виокремлюють *нуль-базис-бюджетування (ZBB)*, *бюджетування від досягнутого*, *цільове бюджетування*, *Кайзен-бюджетування*.

Нуль-базис-бюджетування передбачає розрахунок планових фінансових показників, виходячи із так званої «точки-нуль»: обчислення планових фінансових показників на основі оцінки широкого масиву інформації, не спираючись на бюджет і звіт поточного періоду. Такий спосіб має свої переваги (можливість уникнення помилок, допущених при складанні попереднього бюджету), але є досить трудомістким і застосовується в умовах створення нового підприємства, суттєвих змін у операційній діяльності, запровадженні крупних інвестиційних проектів із

розширення діяльності, реструктуризації підприємства, що автоматично призводить до зміни параметрів функціонування підприємства і дані попереднього бюджету не можуть бути основою для планування показників.

Бюджетування «від досягнутого» передбачає обґрунтування планових фінансових показників на основі коригування попереднього бюджету методом екстраполяції. Зазначений спосіб є найменш трудомістким, але може застосовуватися виключно в умовах стійких тенденцій зміни окремих фінансових показників, що є досить проблематичним у сучасних умовах.

Цільове бюджетування передбачає обґрунтування бюджетів відповідно до сформульованих стратегічних фінансових цілей і розглядається як інструмент їхнього досягнення. У сучасних умовах господарювання воно по праву вважається найбільш придатним для застосування, з огляду на необхідність формування реального механізму виконання стратегічних фінансових цілей розвитку підприємства, складовим елементом якого доцільно розглядати і систему бюджетування.

Кайзен-бюджетування (спосіб, що набув поширення на японських підприємствах у системі управління якістю), яке органічно вписується у концепцію циклу PDA і передбачає постійне удосконалення процесів і функцій на підприємстві на основі аналізу виконання бюджетів, пошуку резервів оптимізації витрат на їх здійснення. В основі зазначеного способу до організації бюджетного процесу лежить ідея постійного поліпшення: бюджет не приймається, якщо він не передбачає реалізацію заходів щодо удосконалення окремих бізнес-процесів, що знаходить відповідне відображення у бюджетних фінансових показниках. Такий спосіб обчислення фінансових показників найкращим чином кореспондується із процесним бюджетуванням.

3. Залежно від технології, що покладена в основу бюджетування, виокремлюють *традиційне, процесне та бюджетування на основі системи драйверів*. Традиційне бюджетування передбачає формування бюджетів за окремими функціональними підрозділами, які узагальнюються у загальний бюджет підприємства, а форми бюджетів відтворюють формат управлінської звітності. Вихідною ідеєю традиційного бюджетування є економія і контроль витрат на функціонування окремих підрозділів. Розвиток стратегічного управління, яке має цільовий характер, зумовив потребу у активізації ролі бюджетування і змістив акценти з контролю витрат на досягнення певного результату, рівень досягнення якого у сучасних умовах виступає основним критерієм оцінки виконання бюджету. Це, у свою чергу, зумовлює появу нових технологій бюджетування, які більшим чином відповідають поставленим перед ним завданням і сприяють удосконаленню діяльності підприємства у цілому задля досягнення цільового результату. Однією з таких

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

технологій є процесне бюджетування (або бюджетування за видами діяльності – Activity based budgeting (ABB)), яке ґрунтується на плануванні витрат та ефективності окремих бізнес-процесів підприємства і розглядається як технологія планування, контролю та економії витрат.

На ґрунті розвитку і впровадження процесного бюджетування виникає бюджетування на основі визначення системи драйверів (driver-based budgeting (DBB-метод)), уперше запропоноване та описане Р. Барретом (2007), яке інколи називають спрощеним методом ABB. DBB-метод ґрунтується на ідеї забезпечення ефективності бюджетування при незмінній логіці роботи окремих функціональних підрозділів і передбачає встановлення причинно-наслідкових зв'язків між драйверами ресурсів та об'єктами управлінського обліку, не змінюючи усталених правил моделювання витрат у постатейному розрізі, що дозволяє уникати досить трудомісткого аналізу витратомісткості окремих процесів. Так, у межах зазначеної технології бюджетування драйвером може виступати будь-який фінансовий чи нефінансовий показник, що потенційно спроможний вплинути на потребу підприємства у ресурсах (обсяг попиту, ціна товару, довжина операційного (або фінансового) циклу, рівень продуктивності праці тощо).

4. Залежно від *організації бюджетного процесу у часі* виокремлюють *періодичне та ковзне (змінне) бюджетування*. При періодичному бюджетуванні процес розробки бюджетів здійснюється на певний період часу, по завершенні якого процес повторюється. Натомість, ковзне бюджетування передбачає поділ бюджетного періоду на етапи, по завершенні яких здійснюється аналіз його виконання, коригування та обґрунтовується бюджет на аналогічний відрізок часу наступного бюджетного періоду, що забезпечує його безперервний характер.

5. Залежно від *спрямованості планових процедур* бюджетний процес може відбуватися за схемами «згори-вниз», «знизу-вверх» та як зустрічний процес. Відповідно до визначених схем виокремлюють три форми бюджетування. *Бюджетування «згори-вниз»* передбачає розроблення бюджетів фінансовим (економічним) відділом за участю менеджерів вищої ланки (керівників окремих функціональних підрозділів) та їх доведення до виконавців. Натомість, *бюджетування «знизу-вверх»* відбувається у зворотному порядку: підрозділи самостійно формують бюджети, які узгоджуються, коригуються та узагальнюються на вищому рівні управління. Зустрічний процес бюджетування передбачає комбінацію зазначених схем бюджетного процесу і, як видається, забезпечує найбільший рівень об'єктивності та узгодженості бюджетів як між собою, так і зі стратегічними цільовими параметрами діяльності підприємства й тенденціями розвитку зовнішнього середовища.

6. Залежно від варіантності розрахунків показників бюджету виокремлюють одноваріантне та багатоваріантне бюджетування, яке передбачає обґрунтування бюджету у розрізі оптимістичного, песимістичного та помірною варіантів і є більш прийнятним варіантом організації бюджетування у сучасних умовах, що характеризується високою варіативністю та нестабільністю.

Ефективність і результативність реалізації будь-якого підходу до організації процесу бюджетування значним чином залежить від низки суб'єктивних факторів: рівня кваліфікації та відповідальності персоналу, що долучається як до розроблення бюджетів, так і до їхнього виконання, корпоративної культури, психологічного клімату, рівня умотивованості персоналу тощо. Але важливим чинником забезпечення результативності бюджетування та якості обґрунтованих бюджетів є ефективність організації бюджетного процесу, в перебігу котрого здійснюється вибір його видів і форм. Така організація передбачає:

- 1) формування фінансової структури підприємства, яка забезпечує делегування повноважень менеджерам щодо складання й контролю окремих видів бюджетів;
- 2) обґрунтування структури генерального (майстер) бюджету, яке передбачає формування класифікаторів бюджетів, визначення системи їх видів, взаємозв'язків між ними, що дозволяє інтегрувати окремі документи у майстер-бюджет;
- 3) формування бюджетної політики, яка закріплює принципи формування окремих бюджетних статей і обов'язково узгоджується з обліковою політикою підприємства. Вона чітко регламентує підходи до планування виручки від реалізації, застосування методів оцінки запасів, принципи формування собівартості тощо. Окрім цього, бюджетна політика регулює питання скорочення або доповнення бюджетних статей, методичні підходи до їх обґрунтування, порядок їхнього захисту, координації і виконання;
- 4) розроблення регламенту бюджетування, що визначає бюджетний період, його окремі етапи, форми бюджетів, характер інформаційних потоків у процесі розроблення, затвердження та аналізу бюджетів.

Бюджети, які застосовуються у процесі оперативного фінансового планування, класифікуються за низкою ознак (рис. 2.14).

За сферою діяльності підприємства виділяють бюджети по операційній, інвестиційній і фінансовій діяльності. Ці бюджети розробляються у порядку деталізації відповідних поточних фінансових планів по підприємству у цілому на майбутній квартал або місяць.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

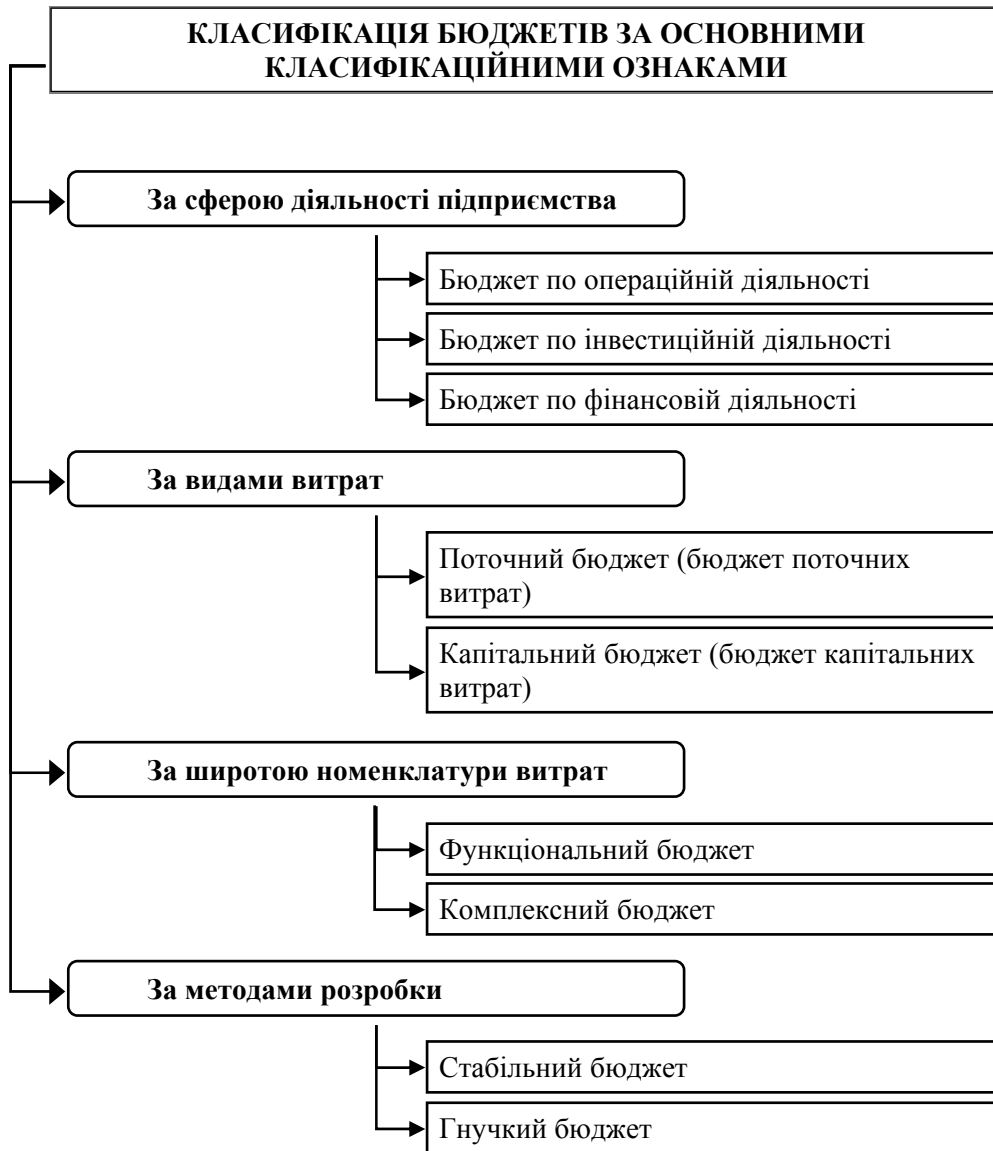


Рис. 2.14. Класифікація основних видів бюджетів, що розробляються на підприємстві у процесі оперативного фінансового планування

Бюджет по операційній діяльності деталізує у межах відповідного тимчасового періоду зміст показників, що відображаються у поточному плані доходів і витрат по операційній діяльності.

Бюджет по інвестиційній діяльності спрямований на відповідну деталізацію показників поточного плану надходження й витрачання коштів по цій діяльності.

Бюджет по фінансовій діяльності покликаний відповідним чином деталізувати показники аналогічного розділу поточного плану надходження й витрачання грошових коштів.

За видами витрат планові бюджети поділяються на поточний та капітальний.

Поточний бюджет конкретизує план доходів і витрат підприємства, що доводиться до центрів доходів, витрат і прибутку. Він складається з двох розділів:

- 1) поточні витрати;
 - 2) доходи від поточної (операційної) господарської діяльності.
- Поточні витрати є витратами виробництва (обігу) по досліджуваному виду операційної діяльності. Доходи від поточної (операційної) господарської діяльності формуються переважно за рахунок реалізації продукції – товарів або послуг.

Капітальний бюджет – форма доведення до конкретних виконавців результатів поточного плану капітальних вкладень, що розробляється на етапі здійснення нового будівництва, реконструкції й модернізації основних засобів, придбання нових видів устаткування та нематеріальних активів тощо. Він складається з двох розділів:

- 1) капітальні витрати (витрати на придбання необоротних активів);
- 2) джерела надходження коштів (інвестиційних ресурсів).

За широтою номенклатури витрат виділяють бюджети функціональний і комплексний.

Функціональний бюджет розробляється за однією (або двома) статтею витрат – наприклад, бюджет оплати праці персоналу, бюджет рекламних заходів тощо.

Комплексний бюджет розробляється за широкою номенклатурою витрат – наприклад, бюджет виробничої ділянки, бюджет адміністративно-управлінських витрат тощо.

За методами розробки розрізняють стабільний і гнучкий бюджети.

Стабільний бюджет не змінюється залежно від зміни обсягів діяльності підприємства – наприклад, бюджет витрат по забезпеченню охорони підприємства.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Гнучкий бюджет передбачає встановлення планованих поточних або капітальних витрат не у жорстко фіксованих сумах, а у вигляді нормативу витрат, «прив'язаних» до відповідних об'ємних показників діяльності. По реальних інвестиційних проектах таким показником може бути обсяг будівельно-монтажних робіт. По операційній діяльності аналогічним показником може виступати обсяг випуску або реалізації продукції.

Особливою формою бюджету є платіжний календар, що розробляється по окремих видах руху грошових коштів (податковий платіжний календар, платіжний календар по розрахунках з постачальниками, платіжний календар по обслуговуванню боргу тощо) і по підприємству у цілому (у цьому випадку він деталізує поточний фінансовий план надходження й витрачання грошових коштів).

Платіжний календар складається зазвичай на майбутній місяць (у розкладі за днями, тижнями і декадами). Він складається з наступних двох розділів:

- 1) графік витрачання грошових коштів (або графік майбутніх платежів);
- 2) графік надходження грошових коштів.

Графік витрачання грошових коштів відображає строки й суми платежів підприємства у майбутньому періоді по всіх (або конкретних) видах його поточних фінансових зобов'язань. Графік надходження грошових коштів розробляється по тих видах руху грошових коштів, по яких є їх зворотний потік; він фіксує строки й суми майбутніх платежів на користь підприємства.

Використання розглянутих систем і методів фінансового планування дозволяє підвищити ефективність фінансової діяльності підприємства, забезпечити її цілеспрямованість.

Зміна умов господарювання, бізнес-практик призводить до появи й розвитку нових підходів управління фінансами. Новітніми концепціями фінансового планування є процесно-орієнтоване фінансове планування та позабюджетне фінансове планування.

Процесно-орієнтоване фінансове планування – це сукупність взаємопов'язаних елементів, які забезпечують процес розроблення та реалізації фінансових планів, адекватних потребам розвитку підприємства на основі прогнозування й пошуку шляхів підвищення фінансової ефективності його бізнес-процесів.

Реалізація процесного підходу у системі фінансового планування перетворює останній з інструменту виключно фінансового забезпечення

розвитку в інструмент удосконалення діяльності і, таким чином, характеризується рядом переваг, а саме: дозволяє ідентифікувати ключові бізнес-процеси, що генерують цінність підприємства, і підвищувати їхню фінансову ефективність, що сприяє зростанню його цінності; спрямовує підприємство, його окремі підрозділи на досягнення стратегічних фінансових цілей; підвищує рівень інтегрованості управління підприємством у цілому; підвищує рівень координованості структурних підрозділів, рівень ефективності їх співробітництва; дозволяє виявляти структурні і процедурні помилки в організації управління підприємством та усувати їх; орієнтує підприємство на постійне зростання й удосконалення шляхом поліпшення бізнес-процесів; узгоджується з актуальними і дієвими підходами до управління (стратегічним менеджментом, теорією обмежень, тотальним управлінням якістю, системою ощадливого виробництва, вартісно-орієнтованим управлінням); підвищує раціональність використання ресурсів підприємства; оптимізує інформаційні потоки на підприємстві, скорочує час на прийняття рутинних управлінських рішень; підвищує рівень гнучкості та адаптованості підприємства до зміни умов зовнішнього середовища; підвищує рівень мотивації персоналу, що дозволяє підвищити продуктивність і якість їхньої роботи та якість продукції (послуг) підприємства.

У цілому, запровадження такої системи фінансового планування дозволить підприємству перейти від фінансового управління «цифрами», «боротьби» за розподіл фінансових ресурсів між підрозділами (як це досить часто відбувається на практиці) до фінансового управління бізнес-процесами, орієнтованого на досягнення стратегічних фінансових цілей та підвищення цінності підприємства. Аналіз фінансових параметрів бізнес-процесів, їх планування орієнтує підприємство на пошук оптимальної бізнес-моделі, яка здатна генерувати цінність для різних стейкхолдерів при оптимальному використанні ресурсів, сприяє розвитку компетентностей, що є важливим чинником ефективного і збалансованого розвитку підприємства у довгостроковій перспективі в умовах економіки знань.

Позабюджетне фінансове планування (beyondbudgeting) передбачає відмову від усталених і традиційних підходів як до змісту фінансових планів, так і форм їх представлення. За такого підходу, фінансовий план підприємства являє собою набір показників, які розгортаються від стратегічного до оперативного рівнів у розрізі окремих перспектив та підрозділів, що формує своєрідну «мережу» взаємопов'язаних планових фінансових показників, доведених до окремих підрозділів, виконавців,

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

розроблення яких ґрунтується на стратегічних цільових фінансових показниках, здійснюється на основі ковзного прогнозування, застосування технології бенчмаргінгу. Прихильники позабюджетної форми планування вказують на високі витрати часу й ресурсів на складання стандартних планових документів і відсутність такого недоліку у даному підході, що у цілому є об'єктивним. Так, ідеологи зазначеного підходу Дж. Хоуп та Р. Фрейзер наголошують на економічності, гнучкості, стимулюючій до підвищення ефективності процесів та узгоджувальній здатностях позабюджетного фінансового планування.

Позабюджетне планування виникло у контексті пошуку нової моделі менеджменту в період переходу від промислової до інформаційної ери і враховує такі важливі вимоги до планування як: необхідність постійного підвищення ефективності діяльності, пріоритетність нематеріальних активів у формуванні цінності, розуміння швидкості протікання інноваційних процесів, мобільністю та мінливістю орієнтацій клієнтів, необхідність жорсткого дотримання етичних норм. Проте, позабюджетна форма планування має низку особливостей, які за певних умов можна розглядати як недоліки, а саме: складність взаємоув'язки окремих планових фінансових показників поточного й оперативного рівнів, що може призводити до їх неузгодженості і, таким чином, зменшувати якість фінансового плану; впровадження позабюджетної форми планування вимагає високого рівня комунікації, координації роботи різних підрозділів, оперативності надання інформації; вимагає високого рівня кваліфікації планувальників, великого досвіду фінансового планування та їх традицій на підприємстві.

2.4. Системи та методи внутрішнього фінансового контролю й фінансового контролінгу

У системі основних функцій управління фінансами важлива роль належить здійсненню на підприємстві внутрішнього фінансового контролю.

Внутрішній фінансовий контроль – це організований підприємством процес перевірки виконання й забезпечення реалізації усіх управлінських рішень у сфері фінансової діяльності з метою реалізації фінансової стратегії і попередження кризових ситуацій, що призводять до його банкрутства.

Внутрішній фінансовий контроль організується на підприємстві в основних формах, які вказані на рис. 2.15.



Рис. 2.15. Основні форми внутрішнього фінансового контролю, що організовується на підприємстві

1. Попередній фінансовий контроль. Він організовується на стадії формування фінансових планів і бюджетів у процесі розгляду бізнес-планів (заявок) окремих структурних підрозділів (центрів відповідальності) підприємства. У процесі цього фінансового контролю перевіряється обґрунтованість окремих показників та правильність проведених розрахунків з метою виявлення можливих резервів підвищення ефективності фінансової діяльності й запобігання можливим порушенням чинного законодавства і внутрішніх нормативних актів підприємства.

2. Поточний фінансовий контроль. Він проводиться у процесі реалізації фінансових планів і бюджетів усіх рівнів з метою вживання оперативних заходів по повному виконанню усіх передбачених планових показників.

3. Наступний фінансовий контроль. Він здійснюється у процесі розгляду встановленої фінансової звітності й передбачених звітів керівників окремих структурних підрозділів (центрів відповідальності) при підведенні підсумкових результатів фінансової діяльності за звітний період (місяць, квартал, рік) з метою наступної її нормалізації.

Підвищенню ефективності реалізації функції внутрішнього фінансового контролю сприяє впровадження на підприємстві ефективної комплексної керуючої системи, що отримала назву «фінансовий контролінг».

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Фінансовий контролінг – це регуляторна керуюча система, яка координує взаємозв'язки між формуванням інформаційної бази, фінансовим аналізом, фінансовим плануванням і внутрішнім фінансовим контролем, що забезпечує концентрацію контрольних дій на найбільш пріоритетних напрямках фінансової діяльності підприємства, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених і прийняття оперативних управлінських рішень, спрямованих на її нормалізацію.

Основними функціями фінансового контролінгу є:

- спостереження за ходом реалізації фінансових завдань, встановлених системою планових фінансових показників і нормативів;
- вимір ступеня відхилення фактичних результатів фінансової діяльності від передбачених;
- діагностика за розмірами відхилень серйозних погіршень у фінансовому стані підприємства й істотного зниження темпів його фінансового розвитку;
- розробка оперативних управлінських рішень щодо нормалізації фінансової діяльності підприємства відповідно до передбачених цілей та показників;
- коректування при необхідності окремих цілей і показників фінансового розвитку у зв'язку зі зміною зовнішнього фінансового середовища, кон'юнктури фінансового ринку і внутрішніх умов здійснення господарської діяльності підприємства.

Фінансовий контролінг на підприємстві будується за основними етапами, зазначеними нижче (рис. 2.16).

1. Визначення об'єкта контролінгу. Це загальна вимога до побудови будь-яких видів контролінгу на підприємстві з позицій його цільової орієнтації. *Об'єктом фінансового контролінгу є управлінські рішення по основних аспектах фінансової діяльності підприємств.*

2. Визначення видів і сфери контролінгу. Відповідно до концепції побудови системи контролінгу він поділяється на такі основні види: *стратегічний контролінг; поточний контролінг; оперативний контролінг.* Кожному з названих видів контролінгу має відповідати певна його сфера і періодичність здійснення його функцій. У табл. 2.11 наведені основні характеристики окремих видів фінансового контролінгу на підприємстві.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

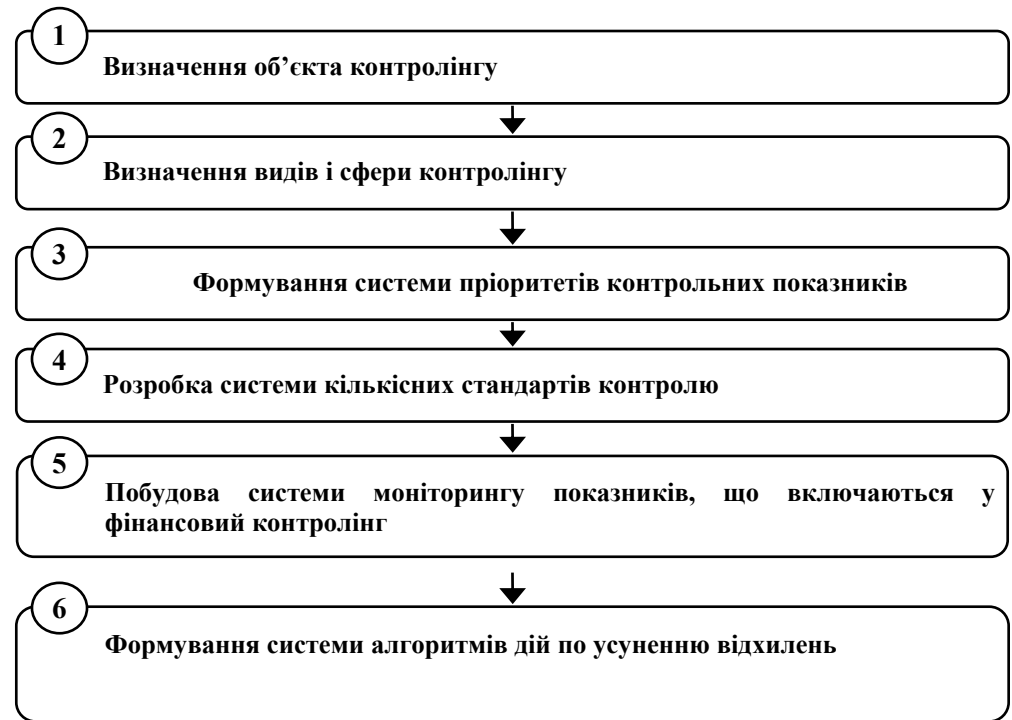


Рис. 2.16. Зміст і послідовність етапів побудови системи фінансового контролінгу на підприємстві

Таблиця 2.11

Характеристика окремих видів фінансового контролінгу на підприємстві

Види фінансового контролінгу	Основна сфера контролінгу	Основний контрольний період
1. Стратегічний контролінг	Реалізація фінансової стратегії та її цільових показників	Квартал; рік
2. Поточний контролінг	Реалізація поточних фінансових планів	Місяць; квартал
3. Оперативний контролінг	Реалізація бюджетів	Тиждень; декада; місяць

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

3. Формування системи пріоритетів контрольованих показників. Уся система показників, які входять до сфери кожного виду фінансового контролінгу, ранжирується за значимістю. У процесі такого ранжирування спочатку до системи пріоритетів першого рівня відбираються найбільш важливі із контрольованих показників даного виду контролінгу; потім формується система пріоритетів другого рівня, показники якого перебувають у факторному зв'язку з показниками пріоритетів першого рівня; аналогічним чином формується система пріоритетів третього й наступного рівнів. Такий підхід до формування системи контрольованих показників полегшує підхід до їх розкладання при наступному поясненні причин відхилень фактичних величин від передбачених відповідними завданнями.

При формуванні системи пріоритетів варто врахувати, що вони можуть мати різний характер для окремих типів центрів відповідальності; для окремих напрямів фінансової діяльності підприємства; для різних аспектів формування, розподілу й використання фінансових ресурсів. Однак, при цьому повинно бути забезпечене як ієрархічне зведення усіх контрольованих показників по підприємству у цілому, так і їхнє зведення за окремими напрямками фінансової діяльності.

Приклад формування системи пріоритетів контрольованого показника суми чистого прибутку по операційній діяльності наведено у табл. 2.12.

Таблиця 2.12

**Приклад формування системи пріоритетів
контрольованого показника суми чистого прибутку
по операційній діяльності підприємства**

Пріоритети першого порядку	Пріоритети другого порядку	Пріоритети третього порядку	І так далі
Сума чистого прибутку	Сума доходів	• Рівень цін на продукцію. • Обсяг реалізації продукції. • Структура реалізації продукції	
	Сума витрат	• Рівень цін і тарифів на послуги. • Обсяг виробництва продукції. • Структура виробництва продукції	
	Сума податкових платежів	• Зміна системи оподаткування. • Зміна ставок оподаткування. • Зміна системи податкових пільг	

4. Розробка системи кількісних стандартів контролю. Після визначення і ранжирування переліку контрольованих фінансових показників виникає необхідність встановлення кількісних стандартів по кожному з них. Такі стандарти можуть встановлюватися як в абсолютних, так і у відносних показниках. Окрім того, такі кількісні стандарти можуть мати стабільний або мінливий характер (мінливі кількісні стандарти можуть бути використані при контролі показників гнучких бюджетів, для коригування стандартів при зміні дисконтної ставки, темпів інфляції тощо). Стандартами виступають цільові стратегічні нормативи, показники поточних планів та бюджетів, система державних або розроблених підприємством норм і нормативів тощо.

5. Побудова системи моніторингу показників, які включаються у фінансовий контролінг. Система моніторингу становить основу фінансового контролінгу, саме активну частину його механізму і являє собою розроблений на підприємстві механізм постійного спостереження за найважливішими показниками фінансової діяльності, визначення розмірів відхилень фактичних результатів від передбачених та виявлення причин цих відхилень.

Побудова системи моніторингу найважливіших фінансових показників охоплює зазначені нижче основні етапи (рис. 2.17).

А. Побудова системи інформативних звітних показників по кожному виду фінансового контролінгу ґрунтується на даних фінансового й управлінського обліку. Ця система є так званою «первинною інформаційною базою спостереження», необхідною для наступного розрахунку агрегованих по підприємству окремих аналітичних абсолютних і відносних фінансових показників, що характеризують результати фінансової діяльності підприємства.

Б. Розробка системи узагальнюючих (аналітичних) показників, що відображають фактичні результати досягнення передбачених кількісних стандартів контролю, здійснюється у чіткій відповідності із системою контрольованих фінансових показників. При цьому забезпечується повна порівнянність кількісного вираження встановлених стандартів і розглянутих аналітичних показників. У процесі розробки такої системи будуються алгоритми розрахунку окремих узагальнюючих (аналітичних) показників з використанням первинної інформаційної бази спостереження й методів фінансового аналізу.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**



Рис. 2.17. Зміст і послідовність основних етапів побудови системи моніторингу контрольованих показників фінансової діяльності підприємства

В. Визначення структури та показників форм контрольних звітів (рапортів) виконавців покликане сформулювати систему носіїв контрольної інформації. Для забезпечення ефективності контролінгу така форма звіту має бути стандартизована й містити наступну інформацію:

- фактично досягнуте значення контрольованого показника (у зіставленні з передбаченим);
- розмір відхилення фактично досягнутого значення показника, що контролюється, від передбаченого;

- факторне розкладання розміру відхилення (якщо показник, який контролюється, піддається кількісному розкладанню на окремі складові); алгоритм такого розкладання повинен бути визначений та доведений до кожного виконавця заздалегідь;
- пояснення причин негативних відхилень по показнику у цілому та окремих його складових;
- визначення осіб, винних у негативному відхиленні показника, якщо це відхилення викликане внутрішніми факторами діяльності підрозділу.

Форма стандартного контрольного звіту (рапорту) виконавця диференціюється відповідно до змісту доведеного йому бюджету (плану).

Г. Визначення контрольних періодів по кожному виду фінансового контролінгу та кожній групі досліджуваних показників у цілому ґрунтується на рекомендаціях, викладених у табл. 2.11. Конкретизація контрольного періоду по видах контролінгу та групах показників визначається «терміновістю реагування», необхідною для ефективного управління фінансовою діяльністю на даному підприємстві. З урахуванням цього принципу виділяють:

- тижневий (декадний) контрольний звіт;
- місячний контрольний звіт;
- квартальний контрольний звіт.

Д. Встановлення розмірів відхилень фактичних результатів досліджуваних показників від встановлених стандартів здійснюється як в абсолютних, так і у відносних показниках. Оскільки кожен показник відображається в контрольних звітах виконавців, на даній стадії він агрегується у межах підприємства у цілому. При цьому за відносними показниками усі відхилення поділяються на три групи:

- позитивне відхилення;
- негативне «припустиме» відхилення;
- негативне «критичне» відхилення.

Для проведення такої градації на кожному підприємстві має бути визначений критерій «критичних» відхилень, що може бути диференційований по контрольних періодах. Як критерій «критичного» відхилення може бути прийняте відхилення у розмірі 20 і більше відсотків по тижневому (декадному) контрольному періоді; 15 і більше відсотків по місячному періоді; 10 і більше відсотків по квартальному періоді.

Е. Виявлення основних причин відхилень фактичних результатів досліджуваних показників від встановлених стандартів проводиться по підприємству у цілому та по окремих «центрах відповідальності».

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

У процесі такого аналізу виділяються й розглядаються ті показники фінансового контролінгу, по яких спостерігаються «критичні» відхилення від цільових нормативів, завдань поточних планів і бюджетів. По кожному «критичному» відхиленню (а при необхідності й менш значимим розмірам відхилень показників пріоритетів першого порядку) повинні бути виявлені причини, що їх викликали. У процесі здійснення такого аналізу у цілому по підприємству використовуються відповідні розділи контрольних звітів виконавців.

Розроблена система моніторингу має коригуватися при зміні цілей фінансового контролінгу та системи показників поточних планів і бюджетів.

6. Формування системи алгоритмів дій по усуненню відхилень є заключним етапом побудови фінансового контролінгу на підприємстві. Принципова система дій менеджерів підприємства у цьому випадку полягає в трьох алгоритмах.

1. *«Нічого не вживати»*. Ця форма реагування передбачається у тих випадках, коли розмір негативних відхилень значно нижчий передбаченого «критичного» критерію.

2. *«Усунути відхилення»*. Така система дій передбачає процедуру пошуку й реалізації резервів по забезпеченню виконання цільових, планових або нормативних показників. При цьому резерви розглядаються у розрізі різних аспектів фінансової діяльності й окремих фінансових операцій. У якості таких можливостей може бути розглянута доцільність введення посиленого режиму економії (за принципом «відсікання зайвого»), використання системи фінансових резервів та інших.

3. *«Змінити систему планових або нормативних показників»*. Така система дій вживається у тих випадках, якщо можливості нормалізації окремих аспектів фінансової діяльності обмежені або взагалі відсутні. У цьому випадку за результатами фінансового моніторингу вносяться пропозиції по коригуванню системи цільових стратегічних нормативів, показників поточних фінансових планів або окремих бюджетів. В окремих критичних випадках може бути обґрунтована пропозиція про припинення окремих виробничих, інвестиційних та фінансових операцій, і навіть діяльності окремих центрів витрат та інвестицій.

Впровадження на підприємстві системи фінансового контролінгу дозволяє істотно підвищити ефективність усього процесу управління його фінансовою діяльністю.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

1. Ефективна діяльність підприємств у довгостроковій перспективі, забезпечення високих темпів їхнього розвитку та підвищення конкурентоспроможності значним чином визначаються рівнем їх фінансового потенціалу та якістю управління фінансовою діяльністю.
2. Управління фінансами як система принципів і методів розробки й реалізації управлінських рішень, що пов'язані з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів підприємства та організацією його грошового обороту, є важливим функціональним напрямом управління підприємством, який формує фінансове забезпечення його операційної діяльності, створює передумови для досягнення стратегічних цілей діяльності підприємства.
3. Ефективне управління фінансовою діяльністю підприємства забезпечується реалізацією низки принципів: інтегрованістю із загальною системою управління, комплексним характером формування управлінських рішень, високим динамізмом управління, варіативністю підходів до розробки окремих управлінських рішень, орієнтованістю на стратегічні цілі розвитку підприємства.
4. Управління фінансами підприємства ґрунтується на моделі управління, що «орієнтована на вартість», тобто спрямоване на максимізацію ринкової вартості підприємства, яка забезпечує зростання добробуту власників. Така цільова функція управління сприяє гармонізації економічних інтересів основних суб'єктів, пов'язаних з діяльністю підприємства, поточних та перспективних цілей його розвитку, дозволяє найбільш повно оцінювати ефективність використання капіталу, контролювати дії менеджерів, орієнтувати підприємство на зростання діяльності.
5. У процесі реалізації своєї головної мети управління фінансами забезпечує формування достатнього обсягу фінансових ресурсів та їх ефективний розподіл і використання, оптимізацію грошового обороту, максимізацію прибутку та мінімізацію фінансових ризиків, досягнення фінансової рівноваги і можливості швидкого реінвестування капіталу.
6. Управління фінансами як важливий напрям загального менеджменту підприємства виконує низку функцій, які спрямовані на реалізацію функцій фінансів підприємства. Ці функції полягають в управлінні його активами та капіталом, інвестиціями, грошовими потоками і фінансовими ризиками, антикризовому фінансовому управлінні. Успішне виконання функцій управління фінансами дозволяє досягти поставлених завдань та реалізувати загальну цільову функцію діяльності підприємства.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

7. Процес управління фінансовою діяльністю підприємства базується на відповідному економічному механізмі, який є сукупністю основних елементів впливу на процес розробки та реалізації управлінських рішень у сфері фінансової діяльності підприємства та ґрунтується на системах регулювання й зовнішньої підтримки діяльності підприємства, фінансових важелів, методів та інструментів.
8. Ефективність управління фінансами значним чином залежить від його інформаційного забезпечення. Якість інформації при прийнятті управлінських рішень суттєво впливає на обсяг витрачання фінансових ресурсів, рівень прибутковості, ринкову вартість підприємства, вибір інвестиційних проектів та фінансових інструментів інвестування. Інформаційна система управління фінансами має забезпечувати необхідною інформацією управлінський персонал, власників підприємства, задовольняти інтереси широкого кола користувачів, що пред'являє високі вимоги до ступеня її повноти і якості.
9. Система інформаційного забезпечення управління фінансами включає широке коло показників, які формуються із зовнішніх та внутрішніх джерел і характеризують зовнішнє та внутрішнє середовище функціонування підприємства. Її зміст визначається галузевими особливостями діяльності підприємства, її організаційно-правовою формою функціонування, рівнем диверсифікації фінансової діяльності та іншими умовами.
10. Важливим елементом управління фінансовою діяльністю підприємства є системи й методи її аналізу, які дозволяють досліджувати фінансовий стан підприємства, основні результати його фінансової діяльності, виявляти причини фінансових ускладнень, здійснювати пошук резервів підвищення ринкової вартості підприємства та забезпечення його ефективного розвитку. Фінансовий аналіз реалізується на підприємстві у різноманітних формах, залежно від мети його проведення, та застосовує ряд спеціальних систем і методів, які дозволяють отримати кількісну оцінку результатів фінансової діяльності у розрізі окремих її аспектів – як у статиці, так і в динаміці.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

11. Основу управління фінансовою діяльністю підприємства становить фінансове планування, реалізація якого дозволяє повним чином відображати й забезпечувати здійснення усіх форм фінансових відносин, координувати зусилля усіх служб та підрозділів на підвищення ринкової вартості підприємства, створювати інформаційну базу для залучення зовнішнього фінансування й необхідне нормативне забезпечення для внутрішнього фінансового контролю, трансформувати стратегічні цілі розвитку підприємства у систему конкретних планових завдань. Фінансове планування на підприємстві базується на використанні трьох основних його систем (перспективного, поточного та оперативного планування), які тісно пов'язані між собою і реалізуються у певній послідовності.
12. Невід'ємною складовою системи фінансового управління є створення системи внутрішнього контролю. Реалізація функції фінансового контролю забезпечує на підприємстві перевірку виконання управлінських рішень у сфері фінансової діяльності, дозволяє спрямувати менеджмент на реалізацію фінансової стратегії підприємства, вчасно виявити й попередити ознаки кризових явищ у його розвитку.
13. Підвищенню ефективності реалізації функції внутрішнього фінансового контролю сприяє впровадження на підприємстві системи фінансового контролінгу, яка забезпечує спостереження за реалізацією фінансових завдань, вимір ступеня відхилень фактичних фінансових показників від планових, діагностику на їх основі фінансових проблем, розробку оперативних управлінських рішень по нормалізації фінансової діяльності та коригування цілей і показників фінансового розвитку підприємства.

? Питання для самоконтролю знань

1. Визначте сутність управління фінансами підприємства та його місце у загальній системі управління підприємством.
2. Дайте характеристику основних принципів управління фінансами підприємств.
3. Визначте головну мету управління фінансами, її зв'язок із головною метою функціонування підприємства.
4. Сформулюйте основні завдання управління фінансами підприємств.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

5. Визначте та охарактеризуйте функції управління фінансами як керуючої системи управління.
6. Сформулюйте та охарактеризуйте функції управління фінансами як спеціальної функціональної системи управління.
7. Сформулюйте визначення механізму управління фінансами підприємств та назвіть його складові елементи.
8. Визначте сутність і роль системи інформаційного забезпечення в управлінні фінансами підприємств.
9. Визначте й охарактеризуйте методологічні принципи формування системи інформаційного забезпечення управління фінансами підприємств.
10. Визначте основних користувачів фінансової інформації підприємства.
11. Охарактеризуйте основні інформаційні показники управління фінансами підприємств, що формуються із зовнішніх джерел.
12. Охарактеризуйте основні інформаційні показники управління фінансами підприємств, що формуються із внутрішніх джерел.
13. Охарактеризуйте основні форми фінансового аналізу підприємства.
14. Охарактеризуйте сутність і зміст горизонтального фінансового аналізу.
15. Охарактеризуйте сутність та зміст вертикального фінансового аналізу.
16. Охарактеризуйте систему порівняльного фінансового аналізу.
17. Охарактеризуйте систему основних фінансових коефіцієнтів, що застосовуються для аналізу різних аспектів фінансового стану підприємства.
18. Охарактеризуйте основні системи інтегрального фінансового аналізу підприємства.
19. Визначте сутність фінансового планування та його роль у забезпеченні ефективного функціонування підприємства.
20. Назвіть основні методологічні принципи фінансового планування діяльності підприємства.
21. Назвіть основні етапи здійснення фінансового планування діяльності підприємства.
22. Охарактеризуйте систему довгострокового фінансового планування.
23. Визначте зміст, мету та методи розробки плану доходів і витрат.
24. Охарактеризуйте зміст, мету й методи розробки балансового плану підприємства.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

25. Визначте зміст, мету і методи розробки плану надходження та витрачання грошових коштів підприємства.
26. Охарактеризуйте систему оперативного фінансового планування.
27. Визначте основні види бюджетів підприємства.
28. Охарактеризуйте основні методи розробки бюджетів підприємства.
29. Сформулюйте сутність системи внутрішнього фінансового контролю діяльності підприємства.
30. Охарактеризуйте основні види внутрішнього фінансового контролю.
31. Сформулюйте основні методологічні принципи внутрішнього фінансового контролю діяльності підприємства.
32. Визначте основні етапи побудови внутрішнього фінансового контролю діяльності підприємства.
33. Охарактеризуйте зміст концепції фінансового контролінгу підприємства.
34. Визначте сутність системи моніторингу контрольованих показників фінансової діяльності підприємства та порядок його організації.
35. Охарактеризуйте принципові алгоритми дій по усуненню відхилень фактичних результатів фінансової діяльності від запланованих.

Тестові завдання для контролю знань

1. Цільовою функцією фінансового управління підприємством є:

- 1.1. Максимізація прибутку підприємства.
- 1.2. Забезпечення конкурентоспроможності підприємства.
- 1.3. Максимізація ринкової вартості підприємства.

2. Механізм управління фінансами підприємств представляє:

- 2.1. Сукупність елементів впливу на процес розробки та реалізації управлінських рішень у галузі фінансової діяльності.
- 2.2. Сукупність елементів, що визначають фінансовий стан підприємства.
- 2.3. Система заходів з управління фінансовою діяльністю підприємства.

3. Управління фінансами підприємств – це:

- 3.1. Система економічних відносин щодо формування, розподілу, використання фінансових ресурсів підприємства.
- 3.2. Система заходів щодо організації грошового обороту підприємства.

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

3.3. Система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом, використанням фінансових ресурсів підприємства та організації його грошового обороту.

4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства виступає:

- 4.1. Принципом управління фінансами підприємства.
- 4.2. Завданням управління фінансами підприємства.
- 4.3. Метою управління фінансами підприємства.

5. Розробка фінансової стратегії підприємства представляє:

- 5.1. Функцію управління фінансами як управляючої системи.
- 5.2. Функцію управління фінансами як спеціальної сфери менеджменту підприємства.
- 5.3. Завдання управління фінансами підприємства.

6. Як елемент механізму управління фінансами «кредитування підприємства» представляє:

- 6.1. Форму зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємства.
- 6.2. Фінансовий важіль.
- 6.3. Фінансовий метод.

7. Забезпечення фінансової рівноваги підприємства виступає:

- 7.1. Принципом управління фінансами підприємства.
- 7.2. Завданням управління фінансами підприємства.
- 7.3. Метою управління фінансами підприємства.

8. Здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень у галузі фінансової діяльності представляє:

- 8.1. Функцію управління фінансами як управляючої системи.
- 8.2. Функцію управління фінансами як спеціальної сфери менеджменту підприємства.
- 8.3. Завдання управління фінансами підприємства.

9. Управління грошовими потоками є:

- 9.1. Функцією управління фінансами як управляючої системи.
- 9.2. Функцією управління фінансами як спеціальної сфери менеджменту підприємства.
- 9.3. Завданням управління фінансами підприємства.

- 10. Як елемент механізму управління фінансами «дивіденди» представляє:**
- 10.1. Форму зовнішньої підтримки фінансової діяльності підприємства.
 - 10.2. Фінансовий важіль.
 - 10.3. Фінансовий інструмент.
- 11. Розробка оперативних управлінських рішень по нормалізації фінансової діяльності підприємства належить до функцій:**
- 11.1. Фінансового аналізу.
 - 11.2. Фінансового планування.
 - 11.3. Фінансового контролінгу.
- 12. Балансовий план підприємства є складовим елементом:**
- 12.1. Поточного планування.
 - 12.2. Оперативного планування.
 - 12.3. Довгострокового планування.
- 13. Платіжний календар є складовим елементом:**
- 13.1. Поточного планування.
 - 13.2. Оперативного планування.
 - 13.3. Довгострокового планування.
- 14. Які інформативні показники не формуються із зовнішніх джерел?**
- 14.1. Показники галузевого розвитку.
 - 14.2. Показники, що характеризують функціонування окремих сегментів ринку.
 - 14.3. Показники фінансової звітності підприємства.
- 15. Які інформативні показники не формуються із зовнішніх джерел?**
- 15.1. Показники макроекономічного стану.
 - 15.2. Показники, що характеризують діяльність контрагентів та конкурентів.
 - 15.3. Показники, які характеризують фінансові результати діяльності підприємства за центрами відповідальності.

- 16. Дослідження динаміки показників звітного періоду у співставленні з аналогічним періодом є видом:**
- 16.1. Горизонтального аналізу.
 - 16.2. Вертикального аналізу.
 - 16.3. Порівняльного аналізу.
- 17. Дослідження динаміки показників звітного періоду у співставленні з показниками попереднього періоду є видом:**
- 17.1. Горизонтального аналізу.
 - 17.2. Вертикального аналізу.
 - 17.3. Порівняльного аналізу.
- 18. Частку власного капіталу, що інвестований в оборотні активи, показує:**
- 18.1. Коефіцієнт маневреності власного капіталу.
 - 18.2. Коефіцієнт маневреності власного та довгострокового позикового капіталу.
 - 18.3. Коефіцієнт автономії.
- 19. У якій мірі усі поточні фінансові зобов'язання можуть бути погашені за рахунок високоліквідних активів (включаючи готові засоби платежу) показує коефіцієнт:**
- 19.1. Проміжної платоспроможності.
 - 19.2. Абсолютної платоспроможності.
 - 19.3. Поточної платоспроможності.
- 20. Забезпеченість поточних фінансових зобов'язань готовими засобами платежу показує:**
- 20.1. Коефіцієнт абсолютної платоспроможності.
 - 20.2. Норма грошових резервів.
 - 20.3. Коефіцієнт проміжної платоспроможності.
- 21. Для підприємств, акції яких не здійснюють обіг на регульованому фінансовому ринку, ринкова вартість (value) ототожнюється із ... (обрати правильне закінчення наведеного речення).**
- 21.1. Внутрішньою вартістю, яку оцінюють за допомогою стандартних методів.
 - 21.2. Балансовою вартістю, котру оцінюють за даними бухгалтерського обліку.
 - 21.3. Сукупною вартістю найбільш ліквідних активів.

- 22. Що є ринковою вартістю підприємства (enterprise value) для великого публічного акціонерного товариства, акції якого здійснюють обіг на організованому фінансовому ринку (на фондовій біржі)?**
- 22.1. Вартість (cost) капіталу.
 - 22.2. Сума капіталізованого чистого прибутку.
 - 22.3. Сукупна ринкова капіталізація звичайних (простих) акцій.
- 23. Що являє собою вартість підприємства (enterprise value) у теорії фінансового менеджменту?**
- 23.1. Вартість усіх активів підприємства за даними бухгалтерського обліку.
 - 23.2. Витрати, які необхідно понести для створення аналогічного підприємства за сучасних умов.
 - 23.3. Максимальна корисність від володіння підприємством, яку можна раціонально виразити у грошовому еквіваленті.
- 24. Якому показнику оцінювання добробуту (багатства) власників підприємства надає перевагу більшість послідовників неокласичної теорії фінансів (настільки, що покладає його цільовою функцією усіх фінансових рішень на підприємстві)?**
- 24.1. Обсягу чистого прибутку підприємства.
 - 24.2. Рентабельності власного капіталу підприємства.
 - 24.3. Ринковій вартості (value) підприємства.
- 25. Що є головною метою (цільовою функцією або критерієм ефективності) усіх фінансових рішень на підприємстві з позицій неокласичної фінансової теорії?**
- 25.1. Мінімізація усіх видів витрат підприємства.
 - 25.2. Розширення сфери діяльності підприємства.
 - 25.3. Максимізація добробуту або багатства (wealth), теперішніх власників підприємства.

 Задачі для набуття практичних навичок

Задача 1.1

На основі інформації фінансової звітності підприємства за допомогою вертикального та горизонтального аналізу дослідіть обсяги і структуру активів у динаміці. За результатами аналізу оформіть висновки щодо зміни в активах підприємства, можливості забезпечення необхідного рівня ліквідності та надайте пропозиції стосовно удосконалення структури активів.

**Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ
ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ**

Витяг з балансу підприємства

(тис. грн)

АКТИВ	На початок звітнього року	На кінець півріччя	На кінець звітнього року
1. Залишкова вартість основних засобів (ОЗ)	1600	1650	1700
2. Залишкова вартість нематеріальних активів (НемА)	1300	1280	1270
3. Довгострокові фінансові інвестиції (ДФІ)	30	35	40
Усього необоротних активів (НА)	2930	2965	3010
4. Виробничі запаси (ВЗ)	440	450	460
5. Незавершене виробництво (НВ)	77	86	92
6. Запаси готової продукції (ГП)	250	262	280
7. Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги (чиста реалізаційна вартість) (ПДЗтрп)	160	180	220
8. Дебіторська заборгованість за розрахунками (ПДЗр)	20	30	50
9. Інша дебіторська заборгованість (ПДЗін)	8	12	16
10. Грошові активи (ГА)	4	6	8
Усього оборотних активів (ОА)	959	1026	1126
Всього активів (А)	3889	3991	4136
ПАСИВ	1.01.04	1.07.04	1.01.05
1. Власний капітал (ВК)	2500	3000	3000
2. Короткострокові кредити банків (залучаються для фінансування запасів)	300	200	100
3. Короткострокова кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги.	900	600	856
4. Поточні зобов'язання за розрахунками	185	180	170
5. Інші поточні зобов'язання	4	11	10
Усього капітал (К)	3889	3991	4136

**Інформація про фінансові результати
діяльності підприємства**

(тис. грн)

Показники	1 півріччя звітнього року	2 півріччя звітнього року
1. Виручка від реалізації продукції (ВР) без ПДВ	720	980
2. Матеріальні витрати (МВ)	390	450
3. Собівартість готової продукції (Сб)	450	520
4. Адміністративні витрати (АВ)	40	40
5. Витрати на збут (ВЗ)	55	75
6. Валовий операційний прибуток (ВОП)	175	345
7. Чистий прибуток з операційної діяльності (ЧП)	131,25	258,75
8. Платіжний оборот (ПлО)	900	1200

Задача 1.2

На основі інформаційного забезпечення задачі 1.1 дослідіть обсяги і структуру капіталу у динаміці. За результатами аналізу оформіть висновки щодо зміни у складі й структурі капіталу підприємства, можливості забезпечення необхідного рівня фінансової стійкості та надайте пропозиції стосовно удосконалення структури капіталу.

Задача 1.3

На основі інформаційного забезпечення задачі 1.1 за допомогою методу коефіцієнтного аналізу дослідіть рівень платоспроможності і фінансової стійкості підприємства у динаміці. За результатами аналізу сформулюйте висновки та надайте пропозиції щодо зміцнення рівня платоспроможності і фінансової стійкості підприємства.

Задача 1.4

На основі інформаційного забезпечення задачі 1.1 за допомогою методу коефіцієнтного аналізу дослідіть рівень ділової активності і рентабельності підприємства. За результатами аналізу сформулюйте висновки та надайте пропозиції щодо підвищення ділової активності і рентабельності діяльності підприємства.

Задача 1.5

На основі інформаційного забезпечення задачі 1.1 за допомогою системи інтегрального аналізу Дюпон проаналізуйте вплив рентабельності обороту та рівня оборотності активів на рівень рентабельності активів підприємства. За результатами аналізу сформулюйте висновки і визначте основні шляхи підвищення рівня рентабельності активів підприємства.

Задача 1.6

На основі інформаційного забезпечення задачі 1.1 обґрунтуйте план доходів і витрат підприємства на 1 півріччя наступного року, якщо відомо:

- прогнозується зростання обсягів реалізації продукції на 25%;
- ставки і порядок оподаткування підприємства не змінюватимуться.

Задача 1.7

Користуючись інформаційним забезпеченням до задач 1.1 та 1.6, обґрунтуйте балансний план підприємства на 1 півріччя планового року, коли відомо, що:

Розділ 1. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- підприємство планує скоротити період обороту виробничих запасів на 20 днів, готової продукції – на 10 днів, дебіторської заборгованості – на 7 днів, кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги – на 20 днів;
- залучення довгострокових кредитів і позик, поповнення необоротних активів та власного капіталу за рахунок зовнішніх джерел не планується.

Задача 1.8

Користуючись інформаційним забезпеченням до задач 1.1, 1.6 та 1.7, за допомогою вертикального і горизонтального аналізу дослідіть прогнозні зміни обсягів та структуру активів і капіталу. За результатами аналізу оформіть висновки, надайте пропозиції стосовно удосконалення структури активів та капіталу підприємства.

Задача 1.9

Користуючись інформаційним забезпеченням до задач 1.1, 1.6 та 1.7, за допомогою методу коефіцієнтного аналізу оцініть зміни фінансового стану підприємства. За результатами аналізу сформулюйте висновки та надайте пропозиції.

Задача 1.10

На основі інформаційного забезпечення до задач 1.1, 1.6 та 1.7 за допомогою системи інтегрального аналізу Дюпон проаналізуйте вплив рентабельності обороту та рівня оборотності активів на рівень рентабельності активів підприємства у плановому році. За результатами аналізу сформулюйте висновки та визначте основні шляхи підвищення рівня рентабельності активів підприємства.

РОЗДІЛ 2

ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Глава 3

СУТНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА ТА МЕТОДИ ЇЇ РОЗРОБКИ

3.1. Поняття фінансової стратегії підприємства, принципи та послідовність її розробки

Фінансова стратегія є одним з найважливіших видів функціональної стратегії підприємства, що забезпечує усі основні напрями розвитку його фінансової діяльності й фінансових відносин шляхом формування довгострокових фінансових цілей, вибору найбільш ефективних шляхів їхнього досягнення, адекватного коригування напрямів формування й використання фінансових ресурсів при зміні умов зовнішнього середовища.

Розробка фінансової стратегії відіграє значну роль у забезпеченні ефективного розвитку підприємства. Ця роль полягає у наступному:

1. Розроблена фінансова стратегія забезпечує механізм реалізації довгострокових загальних і фінансових цілей майбутнього економічного й соціального розвитку підприємства у цілому та окремих його структурних одиниць.

2. Вона дозволяє реально оцінити фінансові можливості підприємства, забезпечити максимальне використання його внутрішнього фінансового потенціалу і можливість активного маневрування фінансовими ресурсами.

3. Вона забезпечує можливість швидкої реалізації нових перспективних інвестиційних можливостей, що виникають у процесі динамічних змін чинників зовнішнього середовища.

4. Розробка фінансової стратегії враховує заздалегідь можливі варіанти розвитку чинників зовнішнього середовища, неконтрольованих підприємством, і дозволяє звести до мінімуму їхні негативні наслідки для діяльності підприємства.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

5. Вона відображає порівняльні переваги підприємства у фінансовій діяльності порівняно з його конкурентами.

6. Наявність фінансової стратегії забезпечує чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного й оперативного управління фінансовою діяльністю підприємства.

7. Вона забезпечує реалізацію відповідного менталітету фінансової поведінки у найбільш важливих стратегічних фінансових рішеннях підприємства.

8. У системі фінансової стратегії формується значення основних критеріальних оцінок вибору найважливіших фінансових управлінських рішень.

9. Розроблена фінансова стратегія є однією з базисних передумов стратегічних змін загальної організаційної структури управління й організаційної культури підприємства.

В основі розробки фінансової стратегії підприємства лежать принципи нової управлінської парадигми – системи стратегічного управління. До основних принципів, що забезпечують підготовку і прийняття стратегічних фінансових рішень у процесі розробки фінансової стратегії підприємства, відносяться наступні (рис. 3.1):

1. Розгляд підприємства як відкритої соціально-економічної системи, що спроможна до самоорганізації. Цей принцип стратегічного управління полягає у тому, що при розробці фінансової стратегії підприємство розглядається як певна система, повністю відкрита для активної взаємодії з чинниками зовнішнього середовища. У процесі такої взаємодії підприємству притаманна властивість знаходження відповідної просторової, часової або функціональної структури без специфічного впливу ззовні в умовах економіки ринкового типу, що й розглядається як його спроможність до самоорганізації. Відкритість підприємства як соціально-економічної системи і його спроможність до самоорганізації дозволяють забезпечувати якісно інший рівень формування його фінансової стратегії.

2. Врахування базових стратегій операційної діяльності підприємства. Будучи частиною загальної стратегії економічного розвитку підприємства, що забезпечує у першу чергу розвиток операційної діяльності, фінансова стратегія підпорядковується їй. Саме тому вона має бути узгоджена зі стратегічними цілями та напрямками операційної діяльності підприємства. Фінансова стратегія, у даному випадку, розглядається як один з головних чинників забезпечення ефективного розвитку підприємства відповідно до обраної ним корпоративної стратегії.



Рис. 3.1. Основні принципи розробки фінансової стратегії підприємства

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Водночас, фінансова стратегія сама здійснює істотний вплив на формування стратегічного розвитку операційної діяльності підприємства. Це пов'язане з тим, що основні цілі операційної стратегії – забезпечення високих темпів реалізації продукції, зростання операційного прибутку й підвищення конкурентної позиції підприємства пов'язані з тенденціями розвитку відповідного товарного ринку (споживчого або факторів виробництва). Якщо тенденції розвитку товарного й фінансового ринків (у тих сегментах, де підприємство здійснює свою господарську діяльність) не збігаються, може виникнути ситуація, коли стратегічні цілі розвитку операційної діяльності підприємства не можуть бути реалізовані у зв'язку з фінансовими обмеженнями. У цьому випадку операційна стратегія підприємства відповідно коригується.

Уся різноманітність стратегій операційної діяльності, реалізацію яких покликана забезпечувати фінансова діяльність підприємства, може бути зведена до наступних базових видів:

- *Обмежене (або концентроване) зростання.* Цей тип операційної стратегії використовується підприємствами зі стабільним асортиментом продукції і виробничих технологій, які мало змінюються під впливом технологічного прогресу. Вибір такої стратегії можливий в умовах щодо слабких коливань кон'юнктури товарного ринку і стабільної конкурентної позиції підприємства. Основними типами цієї базової стратегії є: стратегія посилення конкурентної позиції; стратегія розширення ринку; стратегія удосконалювання продукту. Відповідно фінансова стратегія підприємства у цих умовах спрямована, в першу чергу, на ефективне забезпечення відтворювальних процесів і приріст активів, що забезпечують обмежене зростання обсягів виробництва й реалізації продукції. Стратегічні зміни фінансової діяльності у цьому випадку зводяться до мінімуму.

- *Прискорене (інтегроване або диференційоване) зростання.* Такий тип операційної стратегії обирають, як правило, підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу, а також у галузях, які динамічно розвиваються, під впливом технологічного прогресу. Основними типами цієї базової стратегії є: стратегія вертикальної інтеграції; стратегія зворотної інтеграції; стратегія горизонтальної диверсифікації; стратегія конгломератної диверсифікації. Фінансова стратегія у цьому випадку має найбільш складний характер через необхідність забезпечення високих темпів розвитку фінансової діяльності, її диверсифікації по різноманітних формах, регіонах тощо.

- *Скорочення (або стиснення).* Така операційна стратегія найчастіше обирається підприємствами, що знаходяться на пізніх стадіях

свого життєвого циклу, а також у стадії фінансової кризи. Вона заснована на принципі «відсікання зайвого», який передбачає скорочення обсягу й асортименту продукції, що випускається, вихід з окремих сегментів ринку тощо. Основними типами цієї базової стратегії є: стратегія скорочення структур; стратегія скорочення витрат; стратегія «збору врожаю»; стратегія ліквідації. Фінансова стратегія підприємства у цих умовах покликана забезпечити ефективне дезінвестування і високу маневреність використання капіталу, забезпечуючи подальшу фінансову стабілізацію.

- *Сполучення (або комбінування).* Така операційна стратегія підприємства інтегрує різноманітні типи часткових стратегій окремих стратегічних зон господарювання або стратегічних господарських одиниць. Ця стратегія характерна для найбільш великих підприємств (організацій) із широкою галузевою й регіональною диверсифікацією операційної діяльності. Відповідно, фінансова стратегія таких підприємств (організацій) диференціюється у розрізі окремих об'єктів стратегічного управління, будучи підпорядкованою різним стратегічним цілям їхнього розвитку.

3. Переважна орієнтація на підприємницький стиль стратегічного управління фінансовою діяльністю. Фінансове управління підприємством у стратегічній перспективі характеризується приростним або підприємницьким стилем.

- *Основу приростного стилю стратегічного фінансового управління* складає постановка стратегічних цілей від досягнутого рівня фінансової діяльності з мінімізацією альтернатив прийнятих стратегічних фінансових рішень. Кардинальні зміни напрямів і форм фінансової діяльності здійснюються лише як відгук на зміни операційної стратегії підприємства. Цей стиль стратегічного фінансового управління характерний, як правило, для підприємств, що досягли такої стадії свого життєвого циклу як зрілість.

- *Основою підприємницького стилю стратегічного фінансового управління* є активний пошук ефективних управлінських рішень в усіх напрямках і формах фінансової діяльності. Цей стиль фінансового управління пов'язаний з постійною трансформацією напрямів, форм і методів здійснення фінансової діяльності у процесі досягнення поставлених стратегічних цілей з урахуванням чинників мінливого зовнішнього середовища.

В економічній літературі приростний стиль стратегічного фінансового управління розглядається як консервативний, тоді як підприємницький стиль – як агресивний, орієнтований на прискорене зростання. При цьому більшість економістів приходять до висновку, що підприємницький стиль стратегічного фінансового управління найбільшим чином кореспондується з новою управлінською парадигмою – стратегічним управлінням.

4. Виокремлення домінантних сфер стратегічного фінансового розвитку. Цей принцип дозволяє забезпечити ідентифікацію пріоритетних напрямів фінансової діяльності підприємства, що забезпечують успішну реалізацію її головної цільової функції – зростання ринкової вартості підприємства у довгостроковій перспективі.

Результати досліджень показують, що при розробці фінансової стратегії підприємства доцільно виділяти наступні домінантні сфери (напрями) розвитку фінансової діяльності:

- *Стратегія формування фінансових ресурсів підприємства.* Цілі, завдання й основні стратегічні рішення цієї домінанти фінансової стратегії мають бути спрямовані на фінансове забезпечення реалізації корпоративної стратегії підприємства та відповідно підпорядковуватися їй.

- *Стратегія розподілу фінансових ресурсів підприємства.* Параметри стратегічного набору цієї домінанти фінансової стратегії повинні бути, з одного боку, спрямовані на фінансове забезпечення реалізації окремих функціональних стратегій і стратегій господарських одиниць, а, з іншого, складати основу формування напрямів інвестиційної діяльності підприємства у стратегічній перспективі.

- *Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства.* Цілі, завдання та найважливіші стратегічні рішення цієї домінанти фінансової стратегії мають бути спрямовані на формування й підтримку основних параметрів фінансової рівноваги підприємства у процесі його стратегічного розвитку.

- *Стратегія підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства.* Параметри стратегічного набору цієї домінанти фінансової стратегії розробляються фінансовими службами підприємства і включаються у вигляді самостійного блоку у корпоративну та окремі функціональні стратегії підприємства.

5. Забезпечення гнучкості фінансової стратегії. Майбутньому розвитку фінансової діяльності підприємства завжди властива значна невизначеність. Саме тому практично неможливо зберегти у незмінному вигляді розроблену фінансову стратегію підприємства на всіх стадіях процесу її реалізації. Основою альтернативних стратегічних дій фінансових менеджерів у таких умовах є високий рівень гнучкості розробленої фінансової стратегії.

Стратегічна гнучкість характеризується як потенційна можливість підприємства швидко коригувати або розробляти нові стратегічні фінансові рішення при мінливих зовнішніх або внутрішніх умовах здійснення фінансової діяльності. Вона досягається при такій

внутрішньо-організаційній координації фінансової діяльності, при якій фінансові ресурси можуть бути легко переведені з одних стратегічних зон господарювання або господарських одиниць в інші.

Можливість своєчасного маневрування фінансовими ресурсами досягається при наявності на підприємстві достатнього їх розміру у вигляді страхових резервів та інтегрованого управління цими резервами. Окрім того, важливу роль у забезпеченні гнучкості фінансової стратегії відіграє достатній рівень ліквідності активів та інвестицій підприємства. Задля досягнення цієї мети підприємство може іноді свідомо утримувати деякі види фінансових інвестицій з низькою дохідністю, але високим рівнем ліквідності, аби забезпечити необхідну стратегічну гнучкість за рахунок можливості швидкого реінвестування капіталу.

6. Забезпечення альтернативності стратегічного фінансового вибору. В основу стратегічних фінансових рішень покладено активний пошук альтернативних варіантів напрямів, форм і методів здійснення фінансової діяльності, вибір найкращих з них, побудова на їхній основі загальної фінансової стратегії та формування механізмів її ефективної реалізації. Альтернативність є найважливішою відмінною рисою усієї системи стратегічного управління підприємством і пов'язана з усіма основними елементами стратегічного фінансового набору – фінансовими цілями, фінансовою політикою по окремих аспектах фінансової діяльності, джерелами формування фінансових ресурсів, стилем і менталітетом фінансового управління тощо.

7. Забезпечення постійного використання результатів технологічного прогресу у фінансовій діяльності. Формуючи фінансову стратегію, варто мати на увазі, що фінансова діяльність є головним механізмом забезпечення впровадження технологічних нововведень, що забезпечують зростання конкурентної позиції підприємства на ринку. Тож реалізація загальних цілей стратегічного розвитку підприємства значним чином залежить від того, наскільки його фінансова стратегія відбиває досягнуті результати технологічного прогресу й адаптована до швидкого використання його нових результатів.

8. Врахування рівня фінансового ризику у процесі прийняття стратегічних фінансових рішень. Практично усі основні фінансові рішення, прийняті у процесі формування фінансової стратегії, так чи інакше змінюють рівень фінансового ризику. У першу чергу, це пов'язано з вибором напрямів і форм фінансової діяльності, формуванням фінансових ресурсів, упровадженням нових організаційних структур управління фінансовою діяльністю. Рівень фінансового ризику особливо підвищується в періоди коливання відсоткової

ставки й зростання темпів інфляції. У зв'язку з різним менталітетом фінансових менеджерів по відношенню до рівня припустимого фінансового ризику (їх ризиковими перевагами) на кожному підприємстві у процесі розробки фінансової стратегії цей параметр має встановлюватися диференційовано.

9. Орієнтація на професійний апарат фінансових менеджерів у процесі реалізації фінансової стратегії. Які б фахівці не залучалися до розробки окремих параметрів фінансової стратегії підприємства, її реалізацію повинні забезпечувати підготовлені фахівці – фінансові менеджери. Вони мають бути ознайомлені з основними принципами стратегічного управління, механізмом управління окремими аспектами фінансової діяльності, володіти методами стратегічного фінансового контролінгу.

10. Забезпечення розробленої фінансової стратегії підприємства відповідними організаційною структурою управління фінансовою діяльністю та організаційною культурою. Найважливішою умовою ефективної реалізації фінансової стратегії є відповідні зміни організаційної структури управління та організаційної культури. Стратегічні зміни, що передбачаються у цій сфері, мають бути складовою частиною параметрів фінансової стратегії і забезпечувати її реалізацію.

Процес розробки та реалізації фінансової стратегії підприємства здійснюється по таких етапах (рис. 3.2):

1. Визначення загального періоду формування фінансової стратегії. Цей період залежить від певних умов.

Головна його умова – тривалість періоду, визначеного для формування корпоративної стратегії розвитку підприємства. Оскільки фінансова стратегія має стосовно неї підлеглий характер, вона не може виходити за межі цього періоду (більш короткий період формування фінансової стратегії допускається).

Важливою умовою визначення періоду формування фінансової стратегії підприємства є передбачуваність розвитку економіки у цілому і кон'юнктури тих сегментів фінансового ринку, з якими пов'язана майбутня фінансова діяльність підприємства – в умовах нинішнього нестабільного (а по окремих аспектах непередбаченого) розвитку економіки країни цей період не може бути занадто тривалим і у середньому повинен визначатися у межах 3–5 років.

Умовами визначення періоду формування фінансової стратегії є також галузева приналежність підприємства, його розмір, стадія життєвого циклу тощо.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

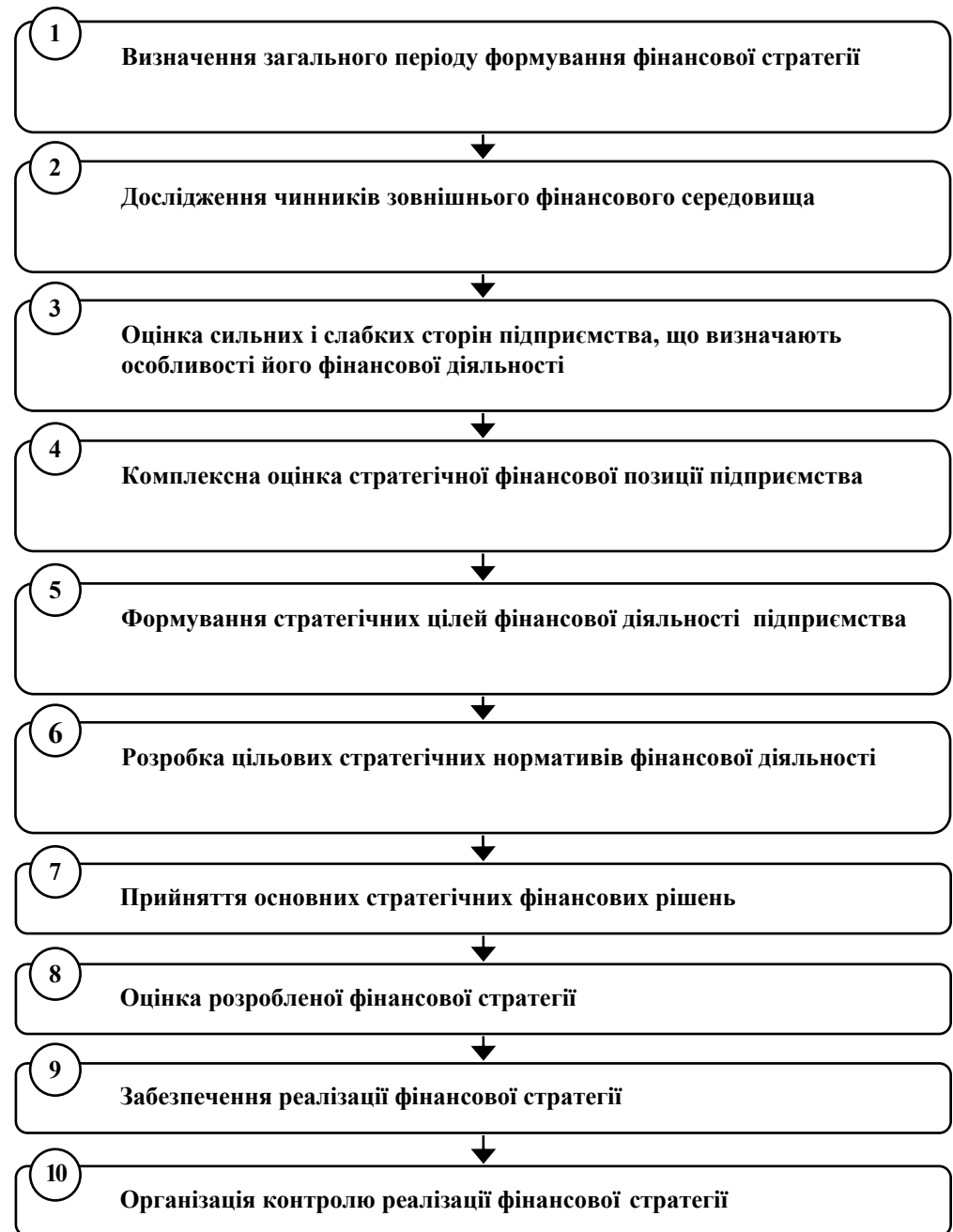


Рис. 3.2. Основні етапи процесу розробки та реалізації фінансової стратегії підприємства

2. Дослідження чинників зовнішнього фінансового середовища.

Таке дослідження спрямоване на визначення економіко-правових умов фінансової діяльності підприємства і можливої їхньої зміни у майбутньому періоді. Окрім того, на цьому етапі розробки фінансової стратегії аналізується кон'юнктура фінансового ринку і чинників, що її обумовлюють, а також розробляється прогноз кон'юнктури у розрізі окремих сегментів цього ринку, які пов'язані з майбутньою фінансовою діяльністю підприємства.

3. Оцінка сильних і слабких сторін підприємства, що визначають особливості його фінансової діяльності. У процесі такої оцінки необхідно визначити, чи має підприємство достатній потенціал, щоб скористатися інвестиційними можливостями, а також виявити, які внутрішні його характеристики послаблюють результативність фінансової діяльності. Для діагностики внутрішніх проблем здійснення цієї діяльності використовується метод управлінського обстеження підприємства, заснований на вивченні різноманітних функціональних зон підприємства, що забезпечують розвиток фінансової діяльності. Для розробки фінансової стратегії в управлінське обстеження рекомендується включати наступні функціональні зони: маркетингові можливості розширення обсягів і диверсифікації операційної (а, відповідно, і фінансової діяльності); фінансові можливості формування інвестиційних ресурсів; чисельність, фаховий та кваліфікаційний склад персоналу, що забезпечує розробку й реалізацію його фінансової стратегії; наявна на підприємстві інформаційна база, яка забезпечує підготовку альтернативних стратегічних фінансових рішень; стан організаційної структури управління й організаційної культури підприємства.

4. Комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства. У процесі такої оцінки має бути отримане чітке уявлення про основні параметри, що характеризують можливості й обмеження розвитку фінансової діяльності підприємства: який рівень стратегічного мислення власників, керуючих і фінансових менеджерів підприємства; який рівень знань фінансових менеджерів (їхньої інформаційної поінформованості) про стан та майбутню динаміку найважливіших елементів зовнішнього середовища; яка ефективність діючих на підприємстві систем фінансового аналізу, планування й контролю; якою мірою вони зорієнтовані на рішення стратегічних завдань тощо.

5. Формування стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства. Головною метою цієї діяльності є підвищення рівня добробуту власників підприємства і максимізація його ринкової вартості. Водночас, ця головна мета вимагає певної конкретизації з урахуванням завдань та

особливостей майбутнього фінансового розвитку підприємства. Система стратегічних цілей має забезпечувати вибір найбільш ефективних напрямів фінансової діяльності, формування достатнього обсягу фінансових ресурсів та оптимізації їхнього складу, прийнятність рівня фінансових ризиків у процесі здійснення майбутньої господарської діяльності тощо.

6. Розробка цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності. Сформована на попередньому етапі система стратегічних фінансових цілей повинна отримати конкретизацію у певних цільових стратегічних нормативах. Розробка таких цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності слугує базою для прийняття основних управлінських рішень та забезпечення контролю виконання фінансової стратегії.

7. Прийняття основних стратегічних фінансових рішень. На цьому етапі, виходячи із цілей та цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності, визначаються головні стратегії фінансового розвитку підприємства у розрізі окремих домінантних сфер, фінансова політика по окремих аспектах його фінансової діяльності, формується портфель альтернатив стратегічних підходів до реалізації намічених цілей та здійснюються їх оцінка і відбір. Це дозволяє сформуванню комплексну програму стратегічного фінансового розвитку підприємства.

8. Оцінка розробленої фінансової стратегії. Така оцінка проводиться по системі спеціальних економічних і позаекономічних критеріїв, що встановлюються підприємством. За результатами оцінки до розробленої фінансової стратегії вносяться необхідні коригування, після чого вона приймається до реалізації.

9. Забезпечення реалізації фінансової стратегії. У процесі реалізації фінансової стратегії, поряд із заздалегідь наміченими стратегічними заходами, готуються й реалізуються нові управлінські рішення, які обумовлені непередбаченою зміною чинників зовнішнього фінансового середовища.

10. Організація контролю реалізації фінансової стратегії. Цей контроль здійснюється на основі стратегічного фінансового контролінгу, що відображає хід реалізації основних стратегічних цільових нормативів фінансової діяльності підприємства.

Викладена послідовність основних етапів процесу розробки фінансової стратегії підприємства може бути уточнена й деталізована з урахуванням особливостей фінансової діяльності підприємства та рівня стратегічного мислення його фінансових менеджерів.

3.2. Стратегічний фінансовий аналіз та методи його здійснення

Розробка основних елементів стратегічного набору у сфері фінансової діяльності підприємства базується на результатах стратегічного фінансового аналізу. **Стратегічний фінансовий аналіз – це процес вивчення впливу чинників зовнішнього і внутрішнього середовища на результативність здійснення фінансової діяльності підприємства з метою виявлення особливостей і можливих напрямів її розвитку у перспективному періоді.**

Кінцевим продуктом стратегічного фінансового аналізу є *модель стратегічної фінансової позиції підприємства*, яка усебічно й комплексно характеризує передумови та можливості його фінансового розвитку у розрізі кожної зі стратегічних домінантних сфер фінансової діяльності.

Однією з найважливіших передумов здійснення стратегічного фінансового аналізу є визначення основних його об'єктів. З урахуванням змісту кінцевого його продукту основними інтегрованими об'єктами стратегічного фінансового аналізу є домінантні сфери (напрями) стратегічного фінансового розвитку підприємства. Кожна з таких домінантних сфер має бути поділена на окремі сегменти, які з різних сторін характеризують особливості й результати фінансової діяльності підприємства у досліджуваному напрямі. Рекомендована сегментація об'єктів стратегічного фінансового аналізу у розрізі домінантних сфер (напрямів) стратегічного фінансового розвитку підприємства представлена на рис. 3.3.

Основою проведення стратегічного аналізу є вивчення впливу на господарську діяльність підприємства окремих чинників та умов середовища його функціонування. З урахуванням змісту напрямів та об'єктів стратегічного фінансового аналізу предметом його вивчення є фінансове середовище функціонування підприємства. **Під фінансовим середовищем функціонування підприємства розуміється система умов і чинників, що впливають на організацію, форми та результати його фінансової діяльності.**

Залежно від характеру впливу окремих умов і чинників, а також можливостей їхнього контролю з боку підприємства у процесі здійснення фінансової діяльності у складі загального фінансового середовища його функціонування варто виділяти окремі види:

- зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу;
- зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу;
- внутрішнє фінансове середовище.



Рис. 3.3. Рекомендована сегментація об'єктів стратегічного фінансового аналізу у розрізі домінуючих сфер стратегічного фінансового розвитку підприємства

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу характеризує систему умов, що проявляються на макрорівні, і чинників, які впливають на організацію, форми й результати фінансової діяльності підприємства у довгостроковому періоді, прямий контроль над якими воно здійснювати не має можливості. Цей вид зовнішнього фінансового середовища немає характеру індивідуальних особливостей прояву по відношенню до конкретного підприємства. У формуванні умов зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу істотну роль відіграє державна фінансова політика та державне регулювання фінансової діяльності підприємства.

Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу характеризує систему умов і чинників, що впливають на організацію, форми й результати фінансової діяльності, які формуються у процесі фінансових відносин підприємства з контрагентами по фінансових операціях та угодах, на які воно може здійснювати вплив у процесі безпосередніх комунікативних зв'язків. Здійснення ефективних фінансових відносин з такими контрагентами по фінансовій діяльності дозволяє підприємству управляти системою відповідних умов і чинників у сприятливому для нього напрямі.

Внутрішнє фінансове середовище характеризує систему умов і чинників, що визначають вибір організації і форм фінансової діяльності з метою досягнення найкращих її результатів, які перебувають під безпосереднім контролем керівників та фахівців фінансових служб підприємства. Воно містить у собі той фінансовий потенціал, котрий дозволяє підприємству досягати поставлених цілей і завдань у стратегічному періоді.

Основні види фінансового середовища підприємства, що досліджуються у процесі проведення стратегічного фінансового аналізу, представлені на рис. 3.4.

Особливістю проведення стратегічного фінансового аналізу є те, що він не тільки ретроспективний, але й прогнозний, тобто оцінює перспективний стан фінансового потенціалу підприємства під впливом можливих змін окремих чинників та умов. Це визначає необхідність використання спеціальних методів проведення такого аналізу, які є основою його методичного апарата (ці спеціальні методи при необхідності можуть бути доповнені й традиційними методами аналітичного дослідження). Система основних методів стратегічного фінансового аналізу та сфера їх застосування представлені у табл. 3.1.



Рис. 3.4. Основні види фінансового середовища, що досліджуються у процесі проведення стратегічного фінансового аналізу

Зміст кожного з цих методів розглядається далі.

Таблиця 3.1

Система основних методів стратегічного фінансового аналізу та сфера їх застосування

Основні методи стратегічного фінансового аналізу	Сфера застосування методів		
	Аналіз чинників зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу	Аналіз чинників зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу	Аналіз чинників внутрішнього фінансового середовища
SWOT-аналіз	+	+	+
PEST-аналіз	+		
SNW-аналіз			+
Портфельний аналіз		+	+
Сценарний аналіз	+	+	+
Експертний аналіз	+	+	+

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Стратегічний фінансовий аналіз здійснюється у такій послідовності:

- *На першому етапі* проводиться аналіз зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу.
- *На другому етапі* проводиться аналіз зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу.
- *На третьому етапі* проводиться аналіз внутрішнього фінансового середовища.
- *На четвертому етапі* здійснюється комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства.

I. Аналіз чинників зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу базується на основному методі стратегічного аналізу – SWOT-аналізі. Цей простий у використанні метод дозволяє швидко оцінити стратегічну фінансову позицію підприємства в основних її контурах. У процесі аналізу чинників фінансового середовища даного виду виявляються зовнішні сприятливі можливості й загрози для фінансового розвитку підприємства, які генеруються на макrorівні. До сприятливих відносяться такі можливості, котрі забезпечують зростання ринкової вартості підприємства у процесі його стратегічного фінансового розвитку, а до загроз – відповідно перешкоди у перебігу цього зростання.

Попередньою умовою проведення такого аналізу є групування чинників зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу по окремих ознаках.

У стратегічному фінансовому аналізі задля цього використовуються принцип групування чинників такого рівня, що розглядається у системі PEST-аналізу (ця система концентрує стратегічний аналіз лише на чинниках макrorівня). Групи таких чинників розділяють макросередовище функціонування підприємства на наступні чотири її різновиди, що характеризуються аббревіатурою PEST:

Р – політико-правове середовище [political and legal environment];

Е – економічне середовище [economic environment];

С – соціокультурне середовище [sociocultural environment];

Т – технологічне середовище [technological environment].

Розглянемо склад найважливіших чинників системи PEST-аналізу, які відіграють найбільш важливу роль у стратегічному розвитку підприємства.

У політико-правовому середовищі основний вплив на розвиток фінансової діяльності у стратегічній перспективі здійснюють форми й методи державного регулювання фінансового ринку, фінансової

діяльності підприємства, грошового обігу у країні; політика державної підтримки окремих галузей і сфер діяльності; державна політика підготовки кваліфікованих фахівців; політика залучення й захисту іноземних інвестицій; правові аспекти регулювання процедур фінансової санації та банкрутства підприємств; стандарти фінансової звітності підприємств.

В економічному середовищі найбільш впливають на стратегічний фінансовий розвиток підприємства темпи економічної динаміки (які вимірюються показниками валового внутрішнього продукту та національного доходу); співвідношення параметрів споживання й накопичення національного доходу; темпи інфляції; система оподаткування юридичних і фізичних осіб; швидкість грошового обігу; динаміка валютних курсів; динаміка дисконтної ставки національного банку.

У соціокультурному середовищі на розвиток фінансової діяльності підприємства найбільший вплив здійснюють освітній і культурний рівень працездатного населення; рівень підготовки фахівців у сфері фінансової діяльності у системі вищої освіти; відношення населення до ринкових реформ.

У технологічному середовищі найбільш впливають на стратегічний фінансовий розвиток підприємства інновації у сфері технічних засобів управління, фінансових технологій та інструментів.

У процесі оцінки окремих чинників фінансового середовища непрямого впливу рівень їх позитивного («сприятливих можливостей») або негативного («загроз») впливу на стратегічний фінансовий розвиток підприємства оцінюється, як правило, по п'ятибальній системі (із позначенням сприятливих можливостей знаком «+», а загроз – знаком «-»). Така факторна оцінка проводиться по кожному із сегментів окремих доміантних сфер (напрямів) стратегічного фінансового розвитку підприємства. З огляду на те, що частина чинників зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу характеризується високим ступенем невизначеності розвитку, система SWOT- та PEST-аналізу може доповнюватися оцінкою методами сценарного (у варіантах «песимістичного», «реалістичного» чи «оптимістичного» прогнозу) або експертного стратегічного фінансового аналізу.

За результатами оцінки найважливіших чинників зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу складається «матриця можливостей і загроз».

II. Аналіз чинників зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу також базується на SWOT-аналізі. Попередньою умовою проведення стратегічного фінансового аналізу по цьому виду

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

середовища функціонування підприємства є групування суб'єктів фінансових відносин з підприємством з одного боку, та виокремлення основних чинників, що впливають на ефективність цих відносин у стратегічному періоді, з іншого.

Як показують результати проведеного дослідження, у процесі стратегічного аналізу чинників зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу доцільно виділяти наступні шість основних груп суб'єктів фінансових відносин з підприємством:

- постачальники сировини, матеріалів і напівфабрикатів;
- покупці готової продукції;
- кредитори підприємства, що надають різні форми фінансового кредиту;
- інвестори – інституціональні та індивідуальні;
- страховики;
- фінансові посередники.

Враховуючи те, що чинники цього виду фінансового середовища мають переважно економічний характер, їх групування по системі PEST-аналізу не здійснюється. Економічні чинники індивідуалізуються з урахуванням особливостей фінансових відносин підприємства з перерахованими вище контрагентами.

Процедура оцінки окремих чинників фінансового середовища безпосереднього впливу аналогічна оцінці чинників фінансового середовища непрямого впливу, що розглянута раніше. Результати оцінки окремих чинників досліджуваного фінансового середовища методами SWOT-аналізу доповнюються при необхідності їх оцінкою методами портфельного (у розрізі портфелів окремих операцій з контрагентами), сценарного або експертного стратегічного фінансового аналізу. За результатами оцінки найважливіших чинників зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу складається «матриця можливостей і загроз».

III. Аналіз чинників внутрішнього фінансового середовища має характеризувати не тільки обсяг фінансового потенціалу підприємства, але й ефективність його використання. Дослідження чинників внутрішнього фінансового середовища у процесі розробки фінансової стратегії підприємства традиційно базується на SWOT-аналізі, спрямованому на виявлення сильних і слабких сторін фінансової діяльності підприємства.

Останніми роками розвиток цього підходу отримало віддзеркалення у SNW-аналізі, що використовується винятково при проведенні аналізу чинників внутрішнього середовища підприємства. Аббревіатура SNW демонструє характер позиції підприємства по досліджуваному фактору:

S – сильна позиція [strenght position];

N – нейтральна позиція [neutral position];

W – слабка позиція [weakness position].

Співставлення SNW- та SWOT-аналізу за характером оцінки впливу окремих чинників внутрішнього середовища підприємства показує, що система цієї оцінки у SNW-аналізі доповнюється нейтральною позицією (сильна й слабка оцінка позиції властива обома методам). Нейтральна позиція оцінки того або іншого чинника внутрішнього середовища підприємства відповідає, як правило, середньогалузевим його значенням по аналогічних підприємствах. Такий підхід дозволяє розглядати нейтральну позицію того або іншого чинника, що впливає на фінансову діяльність підприємства, як критерій мінімально необхідного стратегічного його стану.

Систему чинників внутрішнього фінансового середовища, що досліджуються, кожне підприємство формує самостійно з урахуванням специфіки своєї фінансової діяльності. Чинники, які характеризують окремі аспекти фінансової діяльності підприємства, розглядаються зазвичай у комплексі й відображають його фінансову політику по тому або іншому із цих аспектів.

Характер чинників, що визначають сильні й слабкі сторони фінансової діяльності підприємства, оцінюється за п'ятибальною системою (оцінка нейтральної позиції приймається за нульову). Результати оцінки окремих чинників внутрішнього фінансового середовища, які отримані у процесі SWOT- та SNW-аналізу, доповнюються при необхідності їхньою оцінкою методами портфельного (портфеля дебіторської заборгованості, портфеля кредиторської заборгованості, портфеля інвестицій, портфеля фінансових ризиків тощо), сценарного й експертного стратегічного фінансового аналізу. За результатами оцінки найважливіших чинників внутрішнього фінансового середовища складається матриця сильних та слабких сторін фінансової діяльності підприємства.

IV. Комплексна оцінка стратегічної фінансової позиції підприємства інтегрує результати аналізу усіх видів фінансового середовища функціонування підприємства. Проведення такої оцінки дозволяє:

- чітко ідентифікувати основні особливості здійснення фінансової діяльності на даному підприємстві, визначити його «фінансове обличчя»;
- оцінити досягнуті результати управління фінансовою діяльністю підприємства;
- виявити проблемні зони фінансового розвитку підприємства та системи управління його фінансовою діяльністю;

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

- об'єктивно оцінити можливості майбутнього фінансового розвитку підприємства з урахуванням чинників зовнішнього і внутрішнього середовища;

- зафіксувати стартові позиції стратегічних фінансових ініціатив підприємства.

Модель стратегічної фінансової позиції підприємства базується на результатах оцінки окремих чинників у процесі SWOT-аналізу і SNW-аналізу (з поглибленням окремих оцінок у процесі використання інших методів стратегічного аналізу). У цій моделі мають бути представлені усі сегменти кожної з домінантних сфер (напрямів) фінансового розвитку підприємства. Для інтеграції оцінок по домінанті у цілому, чинникам окремих сегментів може бути надана відповідна «вага», чинники кожного сегмента розташовуються за ступенем їхнього впливу на майбутній фінансовий розвиток підприємства.

Форма моделі стратегічної фінансової позиції підприємства представлена у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Форма моделі стратегічної фінансової позиції підприємства

Домінантні сфери та сегменти стратегічного фінансового розвитку підприємства	Сильна позиція	Нейтральна позиція	Слабка позиція	Можливості	Загрози
I. Потенціал формування фінансових ресурсів підприємства. 1. Потенціал формування власних фінансових ресурсів із внутрішніх джерел. 2. Потенціал формування власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. 3. Потенціал залучення позикових фінансових ресурсів. II. Ефективність розподілу й використання фінансових ресурсів підприємства. 1. Рівень ефективності використання власного капіталу					

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 3.2

Домінантні сфери та сегменти стратегічного фінансового розвитку підприємства	Сильна позиція	Нейтральна позиція	Слабка позиція	Можливості	Загрози
2. Рівень ефективності використання активів. 3. Рівень ефективності використання інвестицій. III. Рівень фінансової безпеки підприємства. 1. Рівень платоспроможності. 2. Рівень фінансової стійкості. 3. Рівень фінансових ризиків та ефективності їхньої нейтралізації. 4. Рівень збалансованості і синхронності грошових потоків. 5. Можливість ефективного здійснення фінансової санації в умовах кризового розвитку. IV. Рівень якості управління фінансовою діяльністю підприємства. 1. Рівень кваліфікації фінансових менеджерів. 2. Повнота й широта інформаційної бази прийняття фінансових рішень. 3. Рівень використання фінансовими менеджерами сучасних технічних засобів, прогресивних фінансових технологій та інструментів. 4. Ефективність організаційної структури управління фінансовою діяльністю. 5. Рівень організаційної культури фінансових менеджерів					

На заключному етапі стратегічного фінансового аналізу за результатами моделі стратегічної фінансової позиції підприємства встановлюються взаємозв'язки між окремими чинниками зовнішнього і внутрішнього середовища. Для встановлення таких взаємозв'язків може бути використана матриця можливих стратегічних напрямів фінансового розвитку підприємства, представлена на рис. 3.5.

Розділ 2. ФІНАНSOBA CТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМCТBA

		Позиція внутрішнього фінансового середовища		
		«Сильна»	«Нейтральна»	«Слабка»
Вплив зовнішнього фінансового середовища	Сприятливі можливості	Ф-1 «Сила та можливості»	Ф-2 «Стабільність і можливості»	Ф-3 «Слабкість та можливості»
	Загрози	Ф-4 «Сила та загрози»	Ф-5 «Стабільність і загрози»	Ф-6 «Слабкість та загрози»

Рис. 3.5. Матриця можливих стратегічних напрямів фінансового розвитку підприємства

Комбінації впливу окремих чинників зовнішнього і внутрішнього фінансового середовища дають можливість диференціювати можливі стратегічні напрями фінансового розвитку підприємства з урахуванням його стратегічної фінансової позиції.

Квадрант Ф-1 «Сила та можливості» характеризує можливість підприємства здійснювати наступальну агресивну фінансову стратегію, зокрема, активно підтримувати базову корпоративну стратегію «прискореного зростання».

Квадрант Ф-2 «Стабільність і можливості» також характеризує можливість здійснення наступальної агресивної фінансової стратегії, яка спрямована на посилення основних фінансових позицій підприємства за рахунок чинників зовнішнього фінансового середовища. Подібна фінансова стратегія підприємства сумісна з такими базовими корпоративними його стратегіями як «прискорене зростання» й «обмежене зростання».

Квадрант Ф-3 «Слабкість та можливості» визначає необхідність здійснення помірної фінансової стратегії, у процесі якої слабкі сторони внутрішньої фінансової позиції підприємства будуть переборюватися за рахунок сприятливих можливостей зовнішнього середовища. Цей вид фінансової стратегії найбільшим чином узгоджується базовою корпоративною стратегією «обмежене зростання».

Квадрант Ф-4 «Сила та загрози» дозволяє підприємству обирати як наступальну, так і помірну фінансову стратегію (залежно від ступеня загроз), у процесі якої окремі зовнішні загрози можуть нейтралізуватися за рахунок сильного внутрішнього фінансового потенціалу підприємства. Відповідно, подібна фінансова стратегія може слугувати підтримкою таким базовим корпоративним стратегіям як «прискорене зростання» й «обмежене зростання».

Квадрант Ф-5 «Стабільність і загрози», залежно від ступеня загроз, дозволяє підприємству здійснювати помірну або консервативну оборонну фінансову стратегію, яка спрямована на подолання несприятливих чинників зовнішнього фінансового середовища. Ці варіанти фінансової стратегії підприємства найбільш сумісні з такими базовими корпоративними стратегіями як «обмежене зростання» або «скорочення (стиснення)».

Квадрант Ф-6 «Слабкість та загрози» орієнтує підприємство на вибір винятково оборонної антикризової фінансової стратегії, яка найбільшим чином кореспондується з базовою корпоративною стратегією «скорочення (стиснення)».

З урахуванням можливостей стратегічної фінансової позиції підприємства здійснюються формулювання стратегічних фінансових цілей та обґрунтування відповідних стратегічних рішень.

3.3. Формування стратегічних цілей фінансової діяльності

Стратегічні цілі фінансової діяльності підприємства – це подані у формалізованому вигляді бажані параметри його кінцевої стратегічної фінансової позиції, що дозволяють спрямовувати цю діяльність у довгостроковій перспективі та оцінювати її результати.

Формування стратегічних цілей фінансової діяльності вимагає попередньої їх класифікації за визначеними ознаками. З позицій фінансового менеджменту така класифікація стратегічних цілей будується за наступними основними ознаками (рис. 3.6).

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

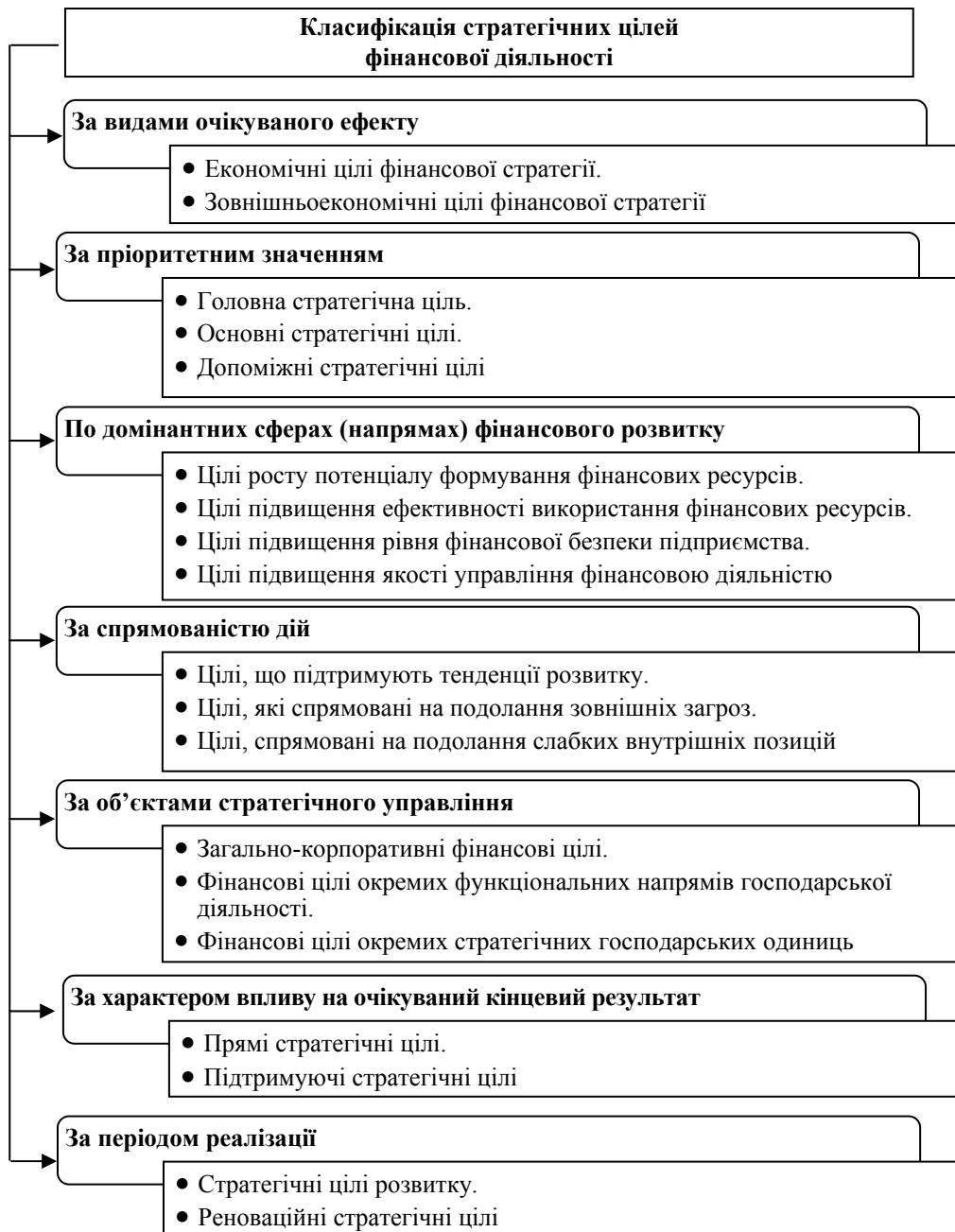


Рис. 3.6. Класифікація стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства за основними ознаками

1. За видами очікуваного ефекту стратегічні цілі фінансової діяльності підприємства поділяються на економічні й позаекономічні.

Економічні цілі фінансової стратегії безпосередньо пов'язані зі зростанням вартості підприємства або досягненням інших економічних результатів фінансової діяльності у перспективі, що розглядається.

Позаекономічні цілі фінансової стратегії пов'язані з рішенням соціальних завдань, забезпеченням екологічної безпеки, підвищенням статусу й репутації підприємства тощо. Хоча реалізація цих стратегічних цілей не пов'язана прямо зі зростанням вартості підприємства, їхній непрямий вплив на формування цієї вартості може бути досить суттєвим.

2. За пріоритетним значенням стратегічні цілі фінансової діяльності поділяються наступним чином.

Головна стратегічна мета фінансової діяльності. Як правило, вона тотожна головній цілі фінансового менеджменту. Разом з тим, її формулювання може мати більш розгорнутий характер, з урахуванням особливостей фінансової діяльності конкретного підприємства.

Основні стратегічні цілі фінансової діяльності. До цієї групи входять найбільш важливі стратегічні цілі, що безпосередньо спрямовані на реалізацію головної мети фінансової діяльності у розрізі основних її аспектів.

Допоміжні стратегічні цілі фінансової діяльності. До складу цієї групи входять усі інші економічні й позаекономічні цілі фінансової діяльності підприємства.

3. По домінантних сферах (напрямах) фінансового розвитку виділяють наступні стратегічні цілі.

Цілі зростання потенціалу формування фінансових ресурсів. До складу цієї групи входить система цілей, що забезпечують розширення потенціалу формування власних фінансових ресурсів із внутрішніх джерел, а також збільшують можливості фінансування розвитку підприємства за рахунок зовнішніх джерел.

Цілі підвищення ефективності використання фінансових ресурсів. Ці цілі пов'язані з оптимізацією напрямів розподілу фінансових ресурсів за сферами господарської діяльності і стратегічних господарських одиниць за критерієм збільшення вартості підприємства (або по іншому економічному критерію, який забезпечує це зростання).

Цілі підвищення рівня фінансової безпеки підприємства. Вони характеризують комплекс цілей, спрямованих на забезпечення фінансової рівноваги підприємства у процесі його стратегічного розвитку та запобігають банкрутству.

Цілі підвищення якості управління фінансовою діяльністю. Система цих цілей має забезпечити підвищення якісних параметрів

управління усіма аспектами фінансової діяльності – його результативності, комунікативності, прогресивності, надійності, реактивності, адаптивності тощо.

4. За спрямованістю дії. Ця класифікаційна ознака групує стратегічні фінансові цілі у такому розрізі.

Цілі, що підтримують тенденції розвитку. Вони спрямовані на підтримку тих тенденцій розвитку фінансової діяльності, котрі мають високий внутрішній фінансовий потенціал і сприятливі зовнішні можливості зростання (які виявлені у процесі стратегічного фінансового аналізу підприємства).

Цілі, спрямовані на подолання зовнішніх загроз. Такі цілі покликані забезпечити нейтралізацію очікуваних негативних наслідків розвитку окремих чинників зовнішнього фінансового середовища.

Цілі, спрямовані на подолання слабких внутрішніх позицій. Система таких цілей покликана підсилити окремі аспекти фінансової діяльності, які ідентифіковані стратегічною фінансовою позицією підприємства як слабкі.

5. За об'єктами стратегічного управління. Відповідно до концепції стратегічного менеджменту за цією ознакою цілі поділяються наступним чином.

Загальні корпоративні фінансові цілі у загальній системі стратегічних цілей фінансової діяльності відіграють визначальну роль і посідають, як правило, основне місце.

Фінансові цілі окремих функціональних напрямів господарської діяльності. Фінансові цілі цієї групи пов'язані із формуванням, розвитком і забезпеченням ефективної діяльності стратегічних напрямів господарської діяльності. По відношенню до цілей інших функціональних стратегій підприємства фінансові цілі відіграють переважно підтримуючу роль.

Фінансові цілі окремих стратегічних господарських одиниць. Такі цілі пов'язані з фінансовою підтримкою формування й розвитку «центрів відповідальності» різноманітних типів і кореспондуються з цілями їхніх стратегій.

6. За характером впливу на очікуваний результат виділяють наступні цілі фінансової стратегії.

Прямі стратегічні цілі. Вони безпосередньо пов'язані з кінцевими результатами фінансової діяльності. До їх складу входять головна стратегічна ціль і найважливіші з основних стратегічних цілей фінансового розвитку підприємства.

Підтримуючі стратегічні цілі. Ця група стратегічних цілей спрямована на забезпечення реалізації прямих стратегічних цілей у процесі фінансової діяльності. До цілей цієї групи можуть бути віднесені ті, що пов'язані з використанням нових фінансових технологій, переходом до нової організаційної структури управління фінансовою діяльністю, формуванням організаційної культури фінансових менеджерів тощо.

Слід звернути увагу на те, що розподіл стратегічних цілей за цією ознакою має певним чином умовний характер і пов'язаний з різним рівнем їхньої пріоритетності. Так, стосовно головної стратегічної цілі фінансової діяльності усі інші цілі можна розглядати як підтримуючі.

7. За періодом реалізації виділяють наступні види фінансових цілей.

Довгострокові стратегічні цілі. Такі цілі слугують орієнтиром фінансового розвитку підприємства протягом стратегічного періоду (як правило, вони визначаються на кінець цього періоду).

Короткострокові стратегічні цілі. Ця група цілей, що мають для підприємства стратегічний характер, ставляться зазвичай у рамках короткострокових етапів стратегічного періоду. Ці цілі мають, як правило, підтримуючий характер по відношенню до основних довгострокових стратегічних цілей і характеризують терміни завершення одного з етапів реалізації основних цілей.

Класифікація стратегічних цілей фінансової діяльності не обмежується перерахованими вище основними ознаками. Вона може бути доповнена, виходячи зі специфіки здійснення фінансової діяльності конкретних підприємств.

З урахуванням розглянутих принципів класифікації організовується процес формування стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства. Цей процес здійснюється за наступними основними етапами (рис. 3.7).

1. Формування фінансової філософії підприємства. Процес формування стратегічних цілей фінансової діяльності базується на фінансовій філософії конкретного підприємства. **Фінансова філософія характеризує систему основних принципів здійснення фінансової діяльності конкретного підприємства, які обумовлені його місією, загальною філософією розвитку й фінансовим менталітетом його основних засновників і головних менеджерів.**

Фінансова філософія підприємства відбиває цінності й переконання, відповідно до яких організовується процес фінансового розвитку підприємства. Вона охоплює не тільки економічні, але й поведінкові позиції менеджерів, що здійснюють фінансову діяльність. Будучи чітко вираженою, фінансова філософія стає дієвим інструментом розвитку й підвищення ефективності фінансової діяльності, який використовується усіма структурними фінансовими підрозділами та на усіх етапах процесу прийняття стратегічних і поточних фінансових рішень. Фінансова філософія, що має прояв у реальній практиці фінансового управління, сприяє формуванню або закріпленню певного іміджу підприємства в уявленні усіх суб'єктів його фінансових відносин.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

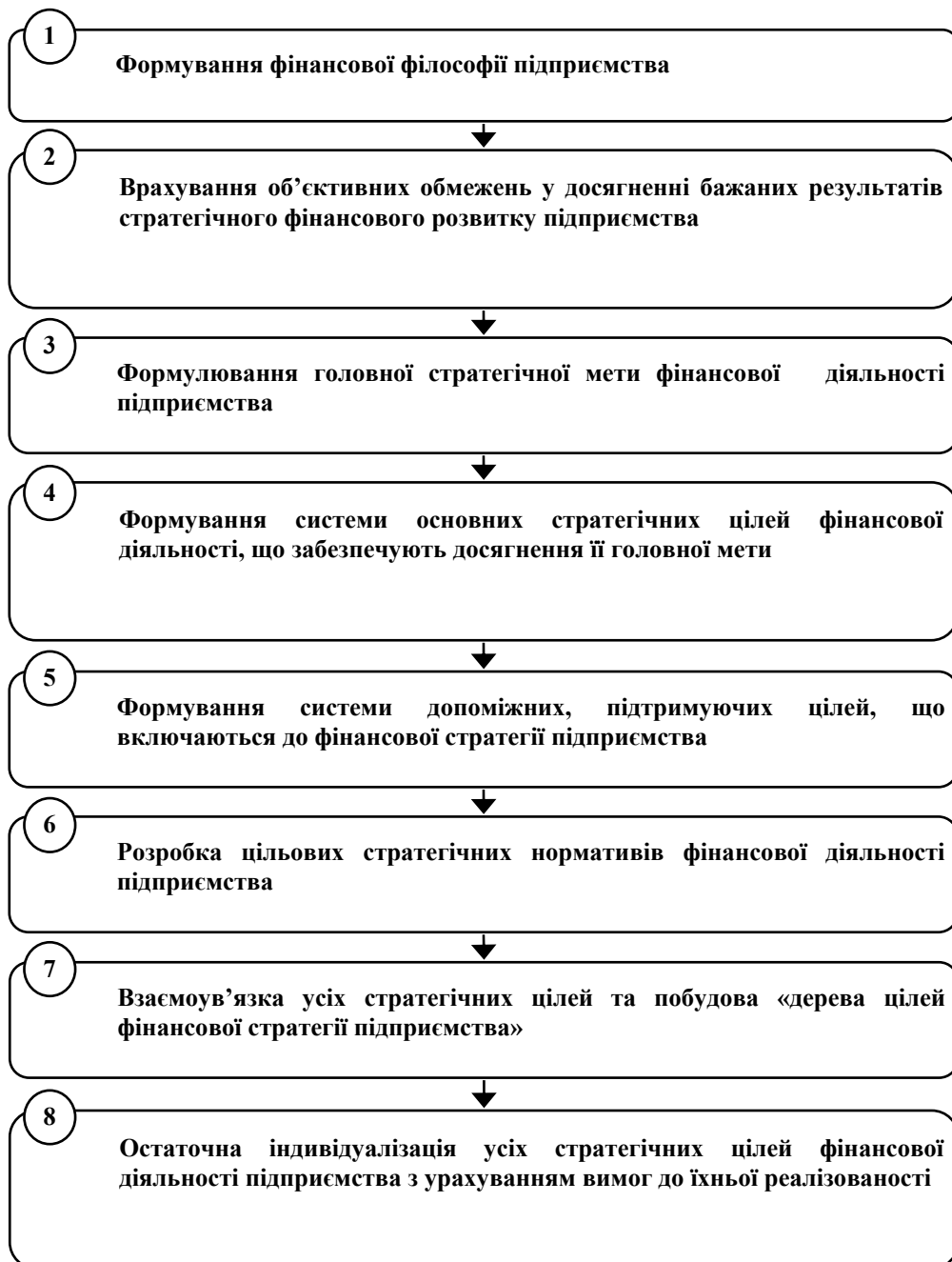


Рис. 3.7. Зміст і послідовність етапів формування стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства

2. Врахування об'єктивних обмежень у досягненні бажаних результатів стратегічного фінансового розвитку підприємства. В основі первісних підходів до формування стратегічних фінансових цілей є ідеальне або бажане уявлення майбутньої стратегічної фінансової позиції підприємства. Проте підприємство аж ніяк не є вільним у виборі своїх фінансових цілей, що відповідають його ідеальній майбутній стратегічній фінансовій позиції. Воно може вільно обирати фінансову філософію, показник головної стратегічної мети фінансового розвитку і навіть систему основних позаекономічних цілей фінансової діяльності. Що ж до системи основних стратегічних **економічних цілей** цієї діяльності, то вони визначаються з урахуванням об'єктивних обмежень, які не контролюються фінансовими менеджерами підприємства.

Одним з таких об'єктивних обмежень є розмір підприємства. Недостатність фінансових ресурсів не дозволяє невеликому підприємству здійснювати диверсифіковану фінансову діяльність і ставити масштабні цілі фінансової стратегії. У зв'язку з цим, потенціал формування фінансових ресурсів (який відображається стратегічною фінансовою позицією по першій домінантній сфері) є найважливішим об'єктивним обмеженням у досягненні бажаних результатів стратегічного фінансового розвитку підприємства.

Разом з тим, розмір підприємства не завжди є єдиним параметром об'єктивних обмежень, що визначають широту й глибину вибору стратегічних цілей фінансової діяльності. Навіть найбільше підприємство не може охопити своїми стратегічними цілями усі без винятку напрями й форми фінансової діяльності з високим рівнем очікуваних її результатів. У цьому випадку об'єктивним обмеженням є можливий обсяг фінансових ресурсів, що спрямовуються на інвестування, та співрозмірний з потребами забезпечення операційного процесу підприємства. Це об'єктивне обмеження розглядається у концепції «критичної маси інвестицій», що набула розвитку останніми роками. «Критична маса інвестицій» характеризує мінімальний обсяг інвестиційної діяльності, який дозволяє підприємству формувати чистий операційний прибуток. Глобалізація ринків, прискорення темпів технологічного прогресу, зниження норми віддачі на вкладений капітал обумовлюють постійне зростання «критичної маси інвестицій», що при незмінних доходах ускладнює економічний розвиток підприємств і знижує кількісні параметри стратегічних цілей їхнього фінансового розвитку.

Суттєві об'єктивні обмеження у досягненні бажаних результатів стратегічного фінансового розвитку підприємства визначаються його стратегічною фінансовою позицією, яка розробляється з урахуванням впливу зовнішніх і внутрішніх чинників. Особливо сильно це має прояв для підприємств, стратегічна фінансова позиція яких перебуває у квадранті «слабкість і загрози».

І, нарешті, важливим об'єктивним обмеженням, що визначає спрямованість стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства, є стадія його життєвого циклу, яка визначає не тільки можливості, але й потреби фінансового розвитку.

3. Формулювання головної стратегічної мети фінансової діяльності підприємства. На цьому етапі раніше розглянута головна ціль фінансового менеджменту конкретизується у певному показнику. Безумовно, ця головна мета має відбивати зростання ринкової вартості підприємства у стратегічному періоді. Проте показник вартості підприємства є результатом не внутрішньої, а зовнішньої його оцінки («оцінки ринком»). В умовах низької ліквідності ринку цінних паперів така оцінка має істотний часовий лаг. Саме тому у практиці закордонного фінансового менеджменту в якості головної стратегічної мети фінансового розвитку пропонується обирати показник довгострокового зростання прибутку на одну акцію. Стійкі темпи зростання цього показника покладені в основі зростання ринкової вартості підприємства у довгостроковому періоді.

4. Формування системи основних стратегічних цілей фінансової діяльності, що забезпечують досягнення її головної мети. Систему таких цілей формують, як правило, у розрізі домінантних сфер стратегічного фінансового розвитку підприємства.

У першій домінантній сфері, що характеризує потенціал формування фінансових ресурсів, у якості основної стратегічної мети пропонується обирати *максимізацію зростання чистого грошового потоку підприємства*.

У другій домінантній сфері, котра характеризує ефективність розподілу й використання фінансових ресурсів, при виборі стратегічної мети слід віддавати перевагу *максимізації рентабельності власного капіталу підприємства*.

У третій домінантній сфері, що характеризує рівень фінансової безпеки підприємства, основною стратегічною метою виступає *оптимізація структури його капіталу* (співвідношення власних і позикового його видів).

І, нарешті, у четвертій домінантній сфері, котра характеризує якість управління фінансовою діяльністю підприємства, у якості основної стратегічної мети рекомендуємо обирати *формування ефективної організаційної структури управління фінансовою діяльністю* (формування такої організаційної структури інтегрує у собі вимоги до кваліфікації фінансових менеджерів окремих підрозділів, потреба в обсязі й широті інформації для прийняття управлінських рішень відповідного рівня, вимоги до технічної оснащеності менеджерів, рівню фінансових технологій та інструментів, розмежування контрольних функцій управління тощо).

Система основних стратегічних цілей фінансової діяльності може бути доповнена й іншими їхніми видами, що відбивають специфіку цієї діяльності та менталітет фінансових менеджерів конкретного підприємства.

5. Формування системи допоміжних, підтримуючих цілей, що включаються до фінансової стратегії підприємства. Система цих цілей спрямована на забезпечення реалізації низки основних стратегічних цілей фінансової діяльності. Ці цілі також рекомендується формувати у розрізі домінантних сфер стратегічного фінансового розвитку підприємства.

У першій домінантній сфері, що характеризує потенціал формування фінансових ресурсів, допоміжними (підтримуючими) стратегічними цілями можуть бути:

- зростання суми чистого прибутку;
- зростання обсягу амортизаційного потоку;
- мінімізація вартості капіталу, що залучається із зовнішніх джерел, тощо.

У другій домінантній сфері, яка характеризує ефективність розподілу й використання фінансових ресурсів, система допоміжних цілей може відбивати:

- оптимізацію пропорцій розподілу фінансових ресурсів по напрямках господарської діяльності;
- оптимізацію пропорцій розподілу фінансових ресурсів по стратегічних господарських одиницях;
- максимізацію дохідності інвестицій тощо.

У третій домінантній сфері, котра характеризує рівень фінансової безпеки підприємства, допоміжними (підтримуючими) стратегічними цілями можуть встановлюватися:

- оптимізація структури активів (частка оборотних активів у загальній їх сумі; мінімальна частка грошових активів та їхніх еквівалентів у загальній сумі оборотних активів);
- мінімізація рівня фінансових ризиків по основних видах господарських операцій тощо.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

У четвертій домінантній сфері, котра характеризує якість управління фінансовою діяльністю підприємства, допоміжні цілі можуть відбивати:

- зростання освітнього рівня фінансових менеджерів;
- розширення й підвищення якості інформаційної бази прийняття фінансових рішень;
- підвищення рівня оснащення фінансових менеджерів сучасними технічними засобами управління;
- підвищення організаційної культури фінансових менеджерів тощо.

Формування системи допоміжних (підтримуючих) цілей фінансової стратегії має здійснюватися із вираховуванням особливостей ідентифікованої стратегічної фінансової позиції підприємства й бути спрямованим на подолання внутрішніх слабких позицій і зовнішніх загроз.

6. Розробка цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства. Цей етап реалізує вимогу кількісної визначеності стратегічних цілей усіх рівнів. У процесі даного етапу усі види стратегічних фінансових цілей мають бути виражені у конкретних кількісних показниках – у сумі, темпах динаміки, структурних пропорціях, термінах реалізації тощо. У процесі розробки цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства необхідно забезпечити чіткий взаємозв'язок між основними й допоміжними стратегічними цілями з одного боку і тими, що забезпечують їх конкретизацію цільовими стратегічними нормативами, з іншого. Такий зв'язок має забезпечуватися у розрізі кожної домінантної сфери (напрямі) стратегічного фінансового розвитку підприємства.

7. Взаємоув'язка усіх стратегічних цілей та побудова «карти стратегічних фінансових цілей підприємства». Головна, основні й допоміжні стратегічні цілі розглядаються як єдина комплексна система і тому потребують чіткої взаємоув'язки з урахуванням їхньої пріоритетності, рангової значимості та причинно-наслідкових зв'язків. Такий взаємозв'язок окремих стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства забезпечується на основі «карти цілей». В основі цього методичного прийому – графічне відбиття взаємозв'язку й підпорядкованості різноманітних цілей діяльності (у нашому випадку – стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства). Принципова схема побудови «карти стратегічних фінансових цілей підприємства» наведена на рис. 3.8.

8. Остаточна індивідуалізація усіх стратегічних цілей фінансової діяльності підприємства з урахуванням вимог до їхньої реалізованості. На цьому етапі перевіряється конкретність формування окремих цілей з урахуванням їхніх взаємозв'язків (взаємної узгодженості). Для забезпечення реалізованості окремих стратегічних цілей фінансової діяльності вони мають бути конкретизовані по окремих інтервалах стратегічного періоду. У процесі цієї конкретизації забезпечується динамічність подання системи цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності, а також їхня зовнішня і внутрішня синхронізація у часі.

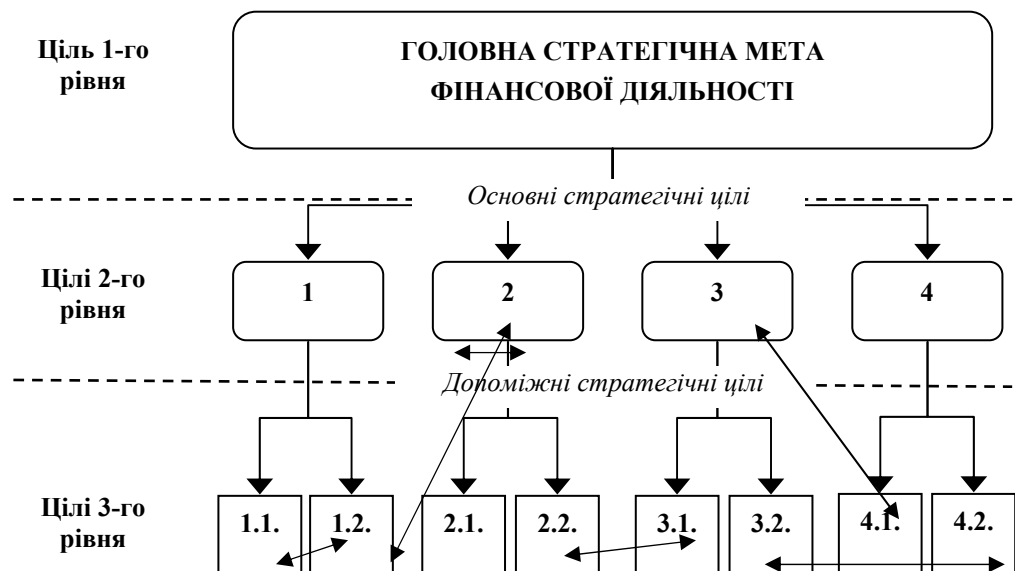


Рис. 3.8. Принципова схема побудови «карти цілей фінансової стратегії підприємства»

Зовнішня синхронізація передбачає узгодження у часі розроблених цільових показників фінансової діяльності з показниками корпоративної, функціональних і бізнес-стратегії розвитку підприємства, а також із прогнозованими змінами параметрів зовнішнього фінансового середовища.

Внутрішня синхронізація передбачає узгодження у часі і між собою усіх цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності.

Розроблена система цілей і цільових нормативів слугує критерієм оцінки успіху або невдачі реалізації фінансової стратегії підприємства у майбутньому періоді.

3.4. Прийняття стратегічних фінансових рішень

Цілі фінансової стратегії підприємства можуть досягатися різними способами. Вибір найбільш ефективних із цих способів здійснюється у процесі прийняття стратегічних фінансових рішень.

Прийняття стратегічних фінансових рішень – процес розгляду можливих способів досягнення стратегічних фінансових цілей і вибору найбільш ефективних із них для практичної реалізації з урахуванням стратегічної фінансової позиції конкретного підприємства.

Як видно із цього визначення, приймаючи ті або інші стратегічні фінансові рішення, підприємство зв'язане певною системою обмежень. З одного боку, системою таких обмежень виступають можливості стратегічного фінансового розвитку підприємства, що характеризуються його фактичною фінансовою позицією, а з іншого боку – система стратегічних фінансових цілей, які кількісно виражені у цільових стратегічних фінансових нормативах, на реалізацію котрих спрямовані ті або інші стратегічні фінансові рішення.

Незважаючи на ці обмеження, діапазон можливостей прийняття підприємством індивідуалізованих стратегічних фінансових рішень досить великий. Цей діапазон, у межах якого підприємство може приймати свої стратегічні фінансові рішення називається «полем прийняття стратегічних фінансових рішень».

Виходячи зі стратегічної фінансової позиції й стратегічних цілей фінансового розвитку підприємства, процес прийняття стратегічних фінансових рішень здійснюється за такими основними етапами (рис. 3.9).

1. Вибір головної фінансової стратегії підприємства. Цей етап характеризує основний стратегічний вибір підприємства у системі шляхів досягнення стратегічних фінансових цілей, визначаючи спрямованість усіх наступних дій по прийняттю стратегічних фінансових рішень.

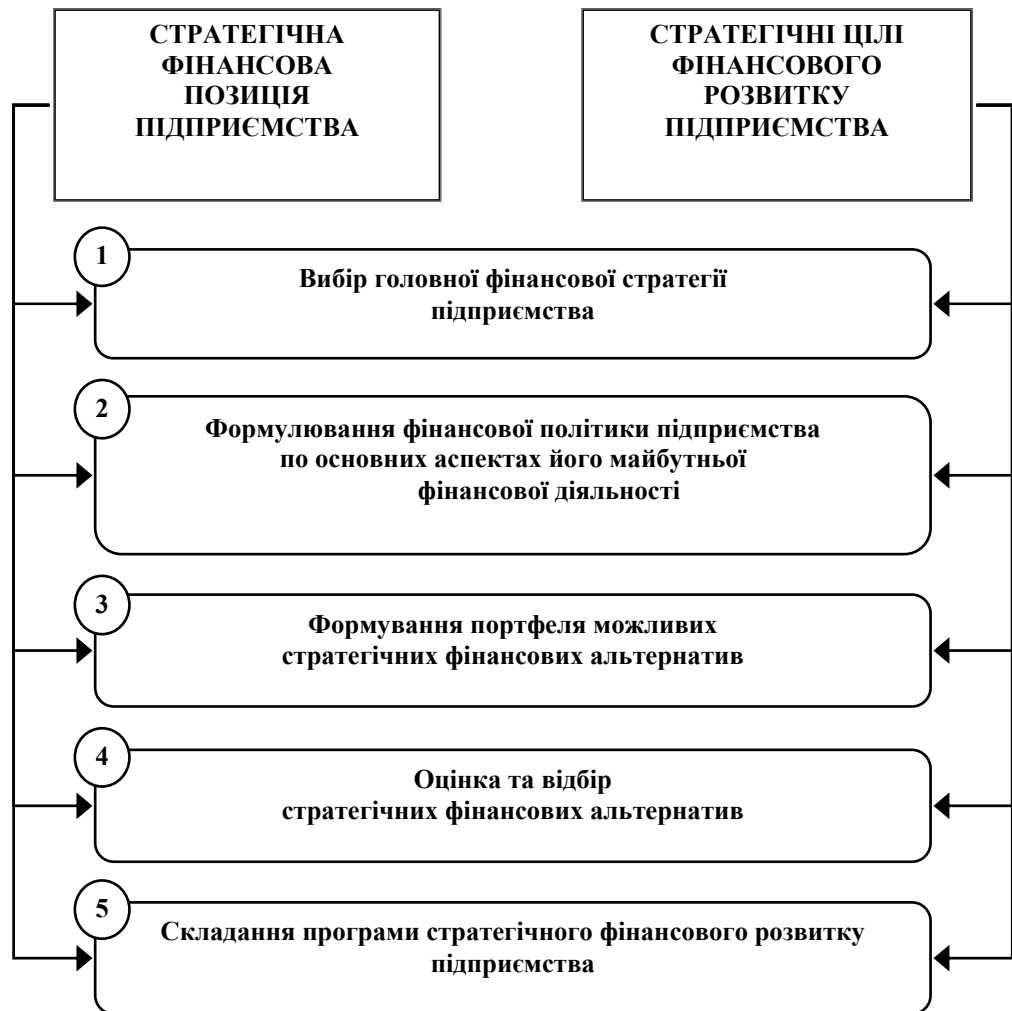


Рис. 3.9. Основні етапи процесу прийняття стратегічних фінансових рішень підприємства

Головна фінансова стратегія підприємства – це генеральний напрям його фінансового розвитку, який ним обирається і стосується усіх найважливіших аспектів його фінансової діяльності та фінансових відносин і забезпечує реалізацію його основних стратегічних фінансових цілей.

Вибір головної фінансової стратегії підприємства у першу чергу залежить від прийнятої ним базової корпоративної стратегії. Така

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

залежність визначається тим, що фінансова стратегія має підлеглий характер стосовно базової корпоративної стратегії і, як і будь-який інший вид функціональної стратегії, має забезпечувати ефективну її реалізацію.

Виходячи із системи розглянутих раніше видів базових корпоративних стратегій підприємства, пропонується наступна система адекватних видів головної фінансової стратегії (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Рекомендована система видів головної фінансової стратегії підприємства, адекватної відповідним видам його базової корпоративної стратегії

Види базової корпоративної стратегії	Види головної фінансової стратегії підприємства	Пріоритетні домінантні сфери (напряму) стратегічного фінансового розвитку підприємства, що забезпечують реалізацію його головної фінансової стратегії
1. «Прискорене зростання»	Стратегія фінансової підтримки прискореного зростання підприємства	Прискорене зростання потенціалу формування фінансових ресурсів підприємства
2. «Обмежене зростання»	Стратегія фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства	Забезпечення ефективного розподілу й використання фінансових ресурсів підприємства
3. «Скорочення»	Антикризова фінансова стратегія підприємства	Формування достатнього рівня фінансової безпеки підприємства

«Стратегія фінансової підтримки прискореного зростання підприємства» (СФППЗ) спрямована на забезпечення високих темпів його операційної діяльності, у першу чергу – обсягів виробництва й реалізації продукції. У цих умовах істотно збільшується потреба у фінансових ресурсах, що направляють на приріст оборотних і необоротних активів підприємства. Відповідно, пріоритетною домінантною

сферою (напрямом) стратегічного фінансового розвитку підприємства, найбільшою мірою, що забезпечує даний вид головної фінансової стратегії, є зростання потенціалу формування фінансових ресурсів.

«Стратегія фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства» (СФЗСЗ) спрямована на збалансування параметрів обмеженого зростання операційної діяльності і необхідного рівня фінансової безпеки підприємства. Стабільна підтримка таких параметрів у процесі стратегічного фінансового розвитку підприємства висуває у якості пріоритетної домінуючої сфери забезпечення ефективного розподілу й використання його фінансових ресурсів.

«Антикризова фінансова стратегія підприємства» (АФС) покликана забезпечити фінансову стабілізацію підприємства у процесі виходу із кризи операційної його діяльності, що викликає необхідність скорочення обсягів виробництва й реалізації продукції (тобто процесів виходу з окремих ринків або їхніх сегментів, скорочення певних виробничих його одиниць тощо). У цих умовах пріоритетною домінуючою сферою стратегічного фінансового розвитку стає формування достатнього рівня фінансової безпеки підприємства.

Поряд з видом базової корпоративної стратегії важливим чинником, котрий визначає вибір головної фінансової стратегії підприємства, є вихідна модель його стратегічної фінансової позиції. Це пов'язане з тим, що не усі варіанти цієї моделі можуть підтримувати реалізацію тих або інших видів базової корпоративної стратегії, а, відповідно, й адекватних їм видів головної фінансової стратегії підприємства. Так, наприклад, модель стратегічної фінансової позиції підприємства, яка характеризується квадрантом «слабкість і загрози», не може забезпечити базову корпоративну стратегію «прискореного зростання», тобто вступає у протиріччя й з головною фінансовою стратегією – СФППЗ.

Низка моделей стратегічної фінансової позиції неефективні у процесі здійснення окремих видів головної фінансової стратегії зі зворотної причини – вони не дозволяють реалізувати у достатньому ступені фінансовий потенціал підприємства. Як приклад можна навести модель стратегічної фінансової позиції, що описується квадрантом «сила й можливості», використовуваною у процесі реалізації базової корпоративної стратегії «скорочення» і відповідно до головної фінансової стратегії – АФС.

Отже, для того аби головна фінансова стратегія могла бути ефективно реалізована у майбутньому періоді, вона має враховувати можливості конкретної моделі стратегічної фінансової позиції підприємства. Рекомендації з можливих сполучень фінансової стратегії, що обирає підприємство як головну, і конкретних моделей його стратегічної фінансової позиції, представлені у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

**Моделі стратегічної фінансової позиції підприємства,
що забезпечують реалізацію окремих видів
його головної фінансової стратегії**

Види головної фінансової стратегії підприємства	Моделі стратегічної фінансової позиції, що узгоджуються з його головною фінансовою стратегією	
	Найкращі	Можливі
1. Стратегія фінансової підтримки прискореного зростання підприємства	«Сила та можливості»	«Стабільність та можливості», «Сила і загрози»
2. Стратегія фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства	«Стабільність і можливості», «Сила та загрози»	«Стабільність та загрози»
3. Антикризова фінансова стратегія підприємства	«Слабкість та загрози»	«Слабкість і можливості»

Як видно з наведеної таблиці, окремі види головної фінансової стратегії підприємства можуть обиратися при різних моделях його стратегічної фінансової позиції (але у рамках певного їхнього діапазону). Конкретне взаємоузгодження цих параметрів визначається з урахуванням ступеня прояву чинників зовнішнього і внутрішнього середовища підприємства у майбутньому періоді у рамках кожної моделі стратегічної фінансової позиції підприємства.

У процесі вибору головної фінансової стратегії підприємства можуть ураховуватися й інші чинники, зокрема, стадія його життєвого циклу, фінансовий менталітет його власників, рівень кваліфікації фінансових менеджерів.

2. Формулювання фінансової політики підприємства по основних аспектах його майбутньої фінансової діяльності. На цьому етапі стратегічний вибір підприємства охоплює окремі напрями фінансової діяльності, визначаючи види й типи фінансової політики.

Фінансова політика є формою реалізації фінансової філософії і головної фінансової стратегії підприємства у розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності.

Фінансова політика може розроблятися на увесь стратегічний період або на конкретний його етап, що забезпечує рішення окремих стратегічних завдань (наприклад, емісійна політика). Більш того, на окремих етапах стратегічного періоду фінансова політика підприємства може кардинально змінюватися під впливом непередбачених змін зовнішнього фінансового середовища, будучи при цьому спрямованою на реалізацію його головної фінансової стратегії.

Формування фінансової політики підприємства по окремих аспектах його фінансової діяльності має зазвичай багаторівневий характер (число таких рівнів визначається, насамперед, обсягом фінансової діяльності підприємства й необхідністю концентрації зусиль на рішенні окремих стратегічних завдань). У першу чергу, фінансова політика розробляється по окремих сегментах домінантних сфер (напрямів) стратегічного фінансового розвитку підприємства, а усередині них – по окремих видах фінансової діяльності.

Кожен з видів функціональної фінансової політики має бути диференційований по типах її реалізації. Тип фінансової політики характеризує співвідношення рівнів результатів (прибутковості, темпів зростання й ризику фінансової діяльності у процесі реалізації стратегічних фінансових цілей).

У фінансовому менеджменті виділяють, як правило, три типи фінансової політики підприємства – агресивний, помірний і консервативний.

«Агресивний тип фінансової політики» характеризує стиль і методи прийняття управлінських фінансових рішень, орієнтованих на досягнення найбільш високих результатів у фінансовій діяльності поза залежністю від рівня супровідних її фінансових ризиків. Оскільки рівень результативності фінансової діяльності по окремих її параметрах зазвичай кореспондується з рівнем фінансових ризиків, можна констатувати, що агресивний тип фінансової політики генерує найбільш високі рівні фінансових ризиків.

«Помірний тип фінансової політики» характеризує стиль і методи прийняття управлінських рішень, орієнтованих на досягнення середньогалузових результатів у фінансовій діяльності при середніх рівнях фінансових ризиків. При такому типі фінансової політики підприємство, не уникаючи фінансових ризиків, відмовляється проводити фінансові операції з надмірно високим рівнем ризиків навіть при очікувано високому фінансовому результаті.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

«Консервативний тип фінансової політики» 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.

Рекомендації з вибору типу фінансової політики з урахуванням виду головної фінансової стратегії й моделі стратегічної фінансової позиції підприємства представлені у табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Рекомендовані типи фінансової політики для реалізації окремих видів головної фінансової стратегії підприємства з урахуванням моделі його стратегічної фінансової позиції

Тип фінансової політики підприємства	Вид головної фінансової стратегії підприємства	Варіант моделі стратегічної фінансової позиції підприємства
Агресивний	Стратегія фінансової підтримки прискореного зростання підприємства	«Сила та можливості», «Сила і загрози», «Стабільність та можливості»
Помірний	Стратегія фінансового забезпечення стійкого зростання підприємства	«Стабільність та можливості», «Сила і загрози», «Стабільність та загрози»
Консервативний	Антикризова фінансова стратегія підприємства	«Слабкість і загрози», «Слабкість та можливості»

3. Формування портфеля можливих стратегічних фінансових альтернатив. На цьому етапі, виходячи з конкретних параметрів моделі стратегічної фінансової позиції підприємства та з обліку сформульованої фінансової політики по окремих аспектах фінансової діяльності, формується перелік усіх можливих способів досягнення різних стратегічних фінансових цілей. Кожен з таких можливих способів є самостійною фінансовою альтернативою, а їхня сукупність – портфель можливих фінансових альтернатив.

Так, наприклад, у рамках помірної політики формування прибутку такими альтернативами, спрямованими на реалізацію стратегічної

мети збільшити суму чистого прибутку до кінця стратегічного періоду не менше ніж у два рази, можуть бути:

- збільшення доходів від реалізації продукції;
- збільшення прибутку від інших видів операційної діяльності;
- збільшення прибутку від інвестиційної діяльності;
- зниження рівня змінних витрат підприємства;
- зниження суми постійних витрат підприємства;
- зміна податкової політики підприємства з метою зниження рівня податкової ємкості продукції тощо.

При формуванні портфеля можливих стратегічних фінансових альтернатив по окремих аспектах фінансової діяльності варто висувати більше нетрадиційних способів досягнення поставлених цілей, які раніше у фінансовій практиці підприємства не використовувалися. У процесі подальшої оцінки такі фінансові альтернативи можуть виявитися найбільш прийнятними.

4. Оцінка та відбір стратегічних фінансових альтернатив.

У процесі оцінки окремих альтернатив найбільша увага має бути приділена використанню сучасних методів порівняльного фінансового аналізу. Основними з таких методів можуть бути:

- аналіз сценаріїв;
- аналіз чутливості;
- метод побудови дерева рішень;
- метод лінійного програмування;
- метод імітаційного моделювання;
- метод експертних оцінок тощо.

У процесі відбору стратегічних фінансових альтернатив найбільшу роль відіграє система використовуваних критеріїв. Як такі критерії можуть виступати:

- темп зростання або абсолютна сума приросту чистого грошового потоку;
- рівень рентабельності власного капіталу;
- рівень фінансового ризику тощо.

За результатами оцінки й попереднього відбору стратегічних фінансових альтернатив проводиться їхнє ранжирування за вибраними

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

критеріями. Остаточне стратегічне фінансове рішення приймається на основі такого ранжируваного можливого їхнього переліку.

5. Складання програми стратегічного фінансового розвитку підприємства. Така програма має відображати основні результати стратегічного фінансового вибору підприємства й забезпечувати їхню синхронізацію по домінантних сферах і сегментах стратегічного фінансового розвитку, а також по строках реалізації окремих взаємозалежних стратегічних рішень. Програма не повинна містити жорстко детермінованих дій по забезпеченню стратегічних цілей фінансового розвитку підприємства, позначаючи лише напрями цих дій.

Зразок формату програми стратегічного фінансового розвитку підприємства представлений у табл. 3.6.

Таблиця 3.6

Зразок формату складання програми стратегічного фінансового розвитку підприємства на період до 20... р.

Найменування домінантних сфер (напрямів) стратегічного фінансового розвитку підприємства	
Стратегічні цілі фінансового розвитку у рамках відповідної домінантної сфери	
Система цільових стратегічних фінансових нормативів і завдань	
Фінансова політика по окремих аспектах фінансової діяльності у перспективному періоді	
Система основних напрямів дій по реалізації стратегічних цілей фінансового розвитку підприємства	
Термін завершення передбачених стратегічних дій	
Фінансовий підрозділ (або конкретний фінансовий менеджер), відповідальний за здійснення передбачених дій	

Розроблена програма стратегічного фінансового розвитку підприємства має бути затверджена власниками і вищими керівниками підприємства.

Глава 4

ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ СТРАТЕГІЇ
ТА УПРАВЛІННЯ ЇЇ РЕАЛІЗАЦІЄЮ

4.1. Оцінка розробленої фінансової стратегії

Оцінка розробленої фінансової стратегії є аналітичним процесом, що дозволяє відповісти на запитання про те, чи призведе розроблена фінансова стратегія (представлена у формі комплексної програми стратегічного фінансового розвитку підприємства) до досягнення підприємством своїх фінансових цілей в умовах можливих змін факторів зовнішнього фінансового середовища. Процес такої оцінки здійснюється як фінансовими менеджерами підприємства, так і залученими експертами.

Оцінка фінансової стратегії, розробленої підприємством, здійснюється за наступними основними параметрами (рис. 4.1).

1. Узгодженість фінансової стратегії підприємства з його базовою корпоративною стратегією. У процесі такої оцінки виявляється ступінь погодженості цілей та етапів реалізації цих стратегій; визначається, якою мірою базова корпоративна стратегія підприємства може бути підтримана його фінансовою стратегією; чи синхронні стратегічні рішення цих стратегій у розрізі стратегічних об'єктів підприємства – стратегічних зон господарювання і стратегічних господарських одиниць.

2. Узгодженість фінансової стратегії підприємства з передбачуваними змінами зовнішнього фінансового середовища. У процесі цієї оцінки визначається, наскільки розроблена фінансова стратегія відповідає прогнозованому розвитку економіки країни і змінам кон'юнктури фінансового ринку у розрізі окремих його сегментів; у якому ступені можливості й загрози, які генеруються зовнішнім фінансовим середовищем, відбиті моделлю стратегічної фінансової позиції підприємства; чи правильно відбита цією моделлю можлива варіація коливання факторів зовнішнього середовища (ступінь її нестабільності).



Рис. 4.1. Основні параметри оцінки розробленої фінансової стратегії підприємства

3. Узгодженість фінансової стратегії підприємства з його внутрішнім потенціалом. Така оцінка дозволяє визначити, наскільки обсяги, напрями й форми фінансової стратегії взаємопов'язані з можливостями формування внутрішніх фінансових ресурсів, кваліфікацією

фінансових менеджерів, організаційною структурою управління фінансовою діяльністю, організаційною культурою фінансових менеджерів та іншими параметрами внутрішнього фінансового потенціалу підприємства.

4. Внутрішня збалансованість параметрів фінансової стратегії. При проведенні такої оцінки визначається, наскільки узгоджуються між собою окремі цілі й цільові стратегічні нормативи майбутньої фінансової діяльності; наскільки ці цілі й нормативи кореспондуються зі змістом фінансової політики по окремих аспектах фінансової діяльності; наскільки погоджені між собою по напрямках і у часі заходи щодо забезпечення реалізації фінансової стратегії.

5. Можливості реалізації фінансової стратегії. У процесі такої оцінки у першу чергу розглядаються потенційні можливості підприємства у формуванні необхідного обсягу фінансових ресурсів з усіх джерел і у всіх формах; наскільки є технологічними вибрані для реалізації інвестиційні проекти; чи є на фінансовому ринку достатній перелік фінансових інструментів, що забезпечують формування ефективного інвестиційного портфеля; які організаційні й технічні можливості успішної реалізації вибраної фінансової стратегії.

6. Прийнятність рівня ризиків, які пов'язані з реалізацією фінансової стратегії. У процесі такої оцінки необхідно визначити, наскільки рівень прогнозованих фінансових ризиків, пов'язаних з діяльністю підприємства, забезпечує достатню фінансову рівновагу у процесі його розвитку й відповідає фінансовому менталітету його власників і відповідальних фінансових менеджерів. Окрім того, необхідно оцінити, наскільки допустимим є рівень цих ризиків для фінансової діяльності даного підприємства з позицій можливого розміру фінансових втрат і генерування погрози банкрутства.

7. Економічна ефективність реалізації фінансової стратегії. Оцінка економічної ефективності фінансової стратегії здійснюється, насамперед, на основі прогнозних розрахунків раніше розглянутої системи основних фінансових коефіцієнтів і заданих цільових стратегічних нормативів, зіставлених з їх базовим рівнем.

У закордонній практиці фінансового менеджменту при оцінці економічної ефективності реалізації фінансової стратегії досить широко використовується метод бенчмаркінга [benchmarking], в основі якого знаходиться порівняльна оцінка цільових стратегічних фінансових нормативів з аналогічними показниками підприємства, що є лідером у даній галузі за результатами фінансової діяльності. При наявності такої інформації цей метод порівняльної оцінки може бути використаний і у вітчизняній практиці.

8. Позаконoмічна ефективність реалізації фінансової стратегії.

У процесі такої оцінки враховуються зростання ділової репутації підприємства, підвищення рівня керованості фінансовою діяльністю його структурних підрозділів; підвищення рівня матеріальної й соціальної задоволеності фінансових менеджерів (за рахунок ефективної системи їх матеріального стимулювання за результатами фінансової діяльності; більш високого рівня технічного оснащення їх робочих місць тощо).

При позитивних результатах оцінки розробленої фінансової стратегії (представленої у формі комплексної програми фінансового розвитку підприємства), що відповідають вибраним критеріям і фінансовій філософії, вона приймається підприємством до реалізації.

**4.2. Управління реалізацією фінансової стратегії
та контроль за її виконанням**

Основним завданням процесу реалізації фінансової стратегії є створення на підприємстві необхідних передумов для здійснення фінансової підтримки його базової корпоративної стратегії, яка передбачається, та успішного досягнення кінцевих стратегічних цілей його фінансового розвитку.

Процес управління реалізацією фінансової стратегії підприємства будується за такими основними етапами (рис. 4.2).

I. Забезпечення стратегічних змін фінансової діяльності підприємства. Процес управління реалізацією фінансової стратегії підприємства починається зі з'ясування масштабів майбутніх стратегічних змін його фінансової діяльності.

Стратегічні зміни – це комплекс заходів, спрямованих на перетворення усіх основних систем управління фінансовою діяльністю до рівня, що забезпечує повну можливість реалізації передбаченої головної фінансової стратегії підприємства.

За своєю сутністю стратегічні зміни характеризують процес реалізації заходів четвертої домінантної сфери (напрямую) стратегічного фінансового розвитку підприємства – «Підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства». Ці зміни покликані зорієнтувати внутрішньо-організаційну складову фінансового менеджменту підприємства на досягнення рівня, що відповідає новим вимогам і забезпечує можливості ефективної реалізації обраної фінансової стратегії.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

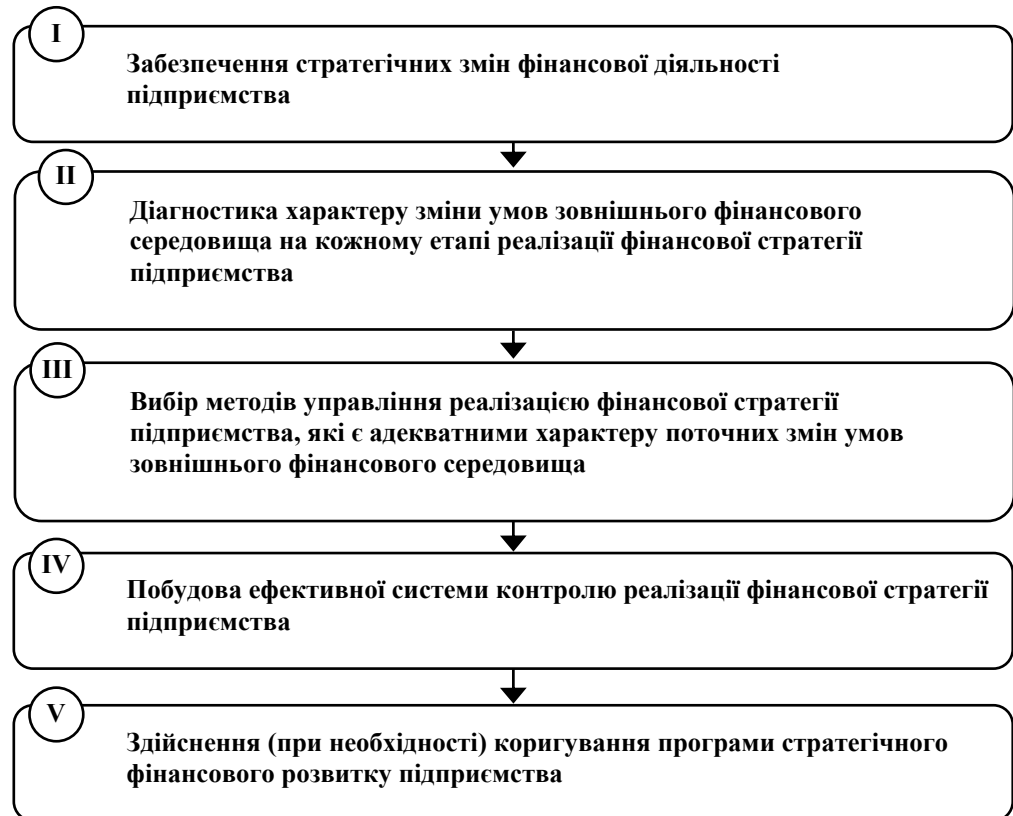


Рис. 4.2. Послідовність етапів управління реалізацією фінансової стратегії підприємства

Масштаби стратегічних змін фінансової діяльності підприємства залежать від досягнутого рівня організації цієї діяльності та фінансових відносин з партнерами, характеру джерел і глибини інформаційної бази прийняття управлінських фінансових рішень, ступеня інноваційності основних фінансових операцій і використовуваних фінансових інструментів, рівня організаційної культури фінансових менеджерів та інших внутрішньо-організаційних параметрів. Залежно від рівня цих параметрів і цілей фінансового розвитку підприємства масштаби стратегічних змін фінансової діяльності характеризуються у такий спосіб:

1. Незмінні внутрішньо-організаційні параметри фінансової діяльності. Стратегічні зміни фінансової діяльності підприємства не є самоціллю. Якщо рівень якості організації фінансового управління,

Розділ 2. ФІНАНSOVA СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

досягнутий на попередніх етапах фінансового розвитку підприємства, визнаний достатнім для успішної реалізації наміченої фінансової стратегії (тобто коли стратегічні цілі й заходи щодо четвертої домінантної сфери стратегічного фінансового розвитку у стратегії підприємства не були передбачені), стратегічні зміни фінансової діяльності не здійснюються.

2. Несуттєві стратегічні зміни фінансової діяльності. Ці зміни мають звичайний характер удосконалювання окремих внутрішньо-організаційних параметрів фінансової діяльності підприємства, не торкаючись основних принципів побудови найважливіших систем забезпечення управління його фінансами.

3. Помірні стратегічні зміни фінансової діяльності. Ці зміни можуть характеризуватися появою нових структурних підрозділів у організаційній структурі управління фінансовою діяльністю; заходами щодо підвищення рівня кваліфікації та організаційної культури працюючих фінансових менеджерів; розширенням сфери бухгалтерського обліку й фінансової звітності; посиленням системи матеріального стимулювання фінансових менеджерів; використанням низки нових методів аналізу, планування й контролю фінансової діяльності.

4. Кардинальні стратегічні зміни фінансової діяльності. Такі зміни характеризуються повною перебудовою організаційної структури управління фінансовою діяльністю; залученням значної кількості нових висококваліфікованих фінансових менеджерів і впровадженням нової системи їхнього матеріального стимулювання; впровадженням управлінського обліку усіх основних стратегічних показників фінансової діяльності; впровадженням нових фінансових технологій та інструментів здійснення основних фінансових операцій; істотною зміною параметрів організаційної культури у зв'язку з переглядом фінансової філософії підприємства. У процесі здійснення стратегічних змін перетворенню підлягають усі основні системи забезпечення фінансового менеджменту. Найважливіші із цих систем забезпечення необхідних умов успішної реалізації фінансової стратегії підприємства представлені на рис. 4.3.

Стратегічні зміни фінансової діяльності здійснюються на підприємстві у єдиному комплексі заходів щодо стратегічних перетворень усіх його внутрішньо-організаційних параметрів, що забезпечують успішну реалізацію повного його стратегічного набору.

У результаті стратегічних змін фінансової діяльності мають бути повністю реалізовані усі цілі четвертої домінантної сфери (напрямку) стратегічного фінансового розвитку підприємства.

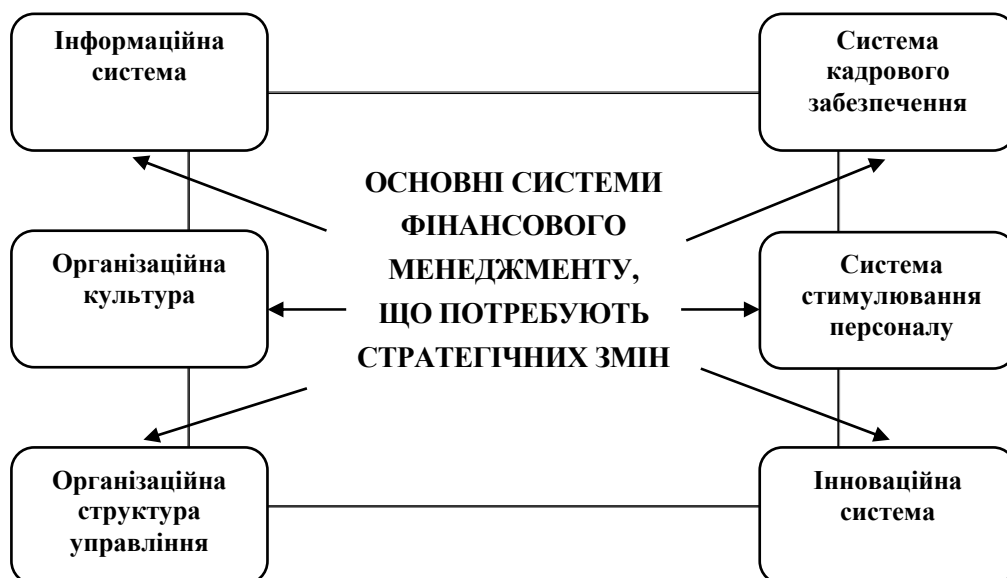


Рис. 4.3. Склад основних систем фінансового менеджменту, що потребують стратегічних змін

II. Діагностика характеру зміни умов зовнішнього фінансового середовища на кожному етапі реалізації фінансової стратегії підприємства. Характер використовуваних методів і результати управління реалізацією фінансової стратегії значним чином визначаються ступенем нестабільності факторів зовнішнього фінансового середовища. Непередбачені зміни цих факторів на окремих етапах реалізації фінансової стратегії несуть у собі як додаткові можливості, так і додаткові загрози фінансовому розвитку підприємства. Діагностика умов зовнішнього середовища, у яких здійснюється реалізація фінансової стратегії підприємства на кожному з її етапів, дозволяє підприємству вчасно розробити комплекс необхідних наступальних або оборонних стратегічних управлінських рішень, що забезпечують реалізацію цілей його фінансового розвитку. Своєчасна діагностика таких умов зовнішнього середовища на кожному етапі реалізації стратегії підприємства та адекватне реагування на них у процесі досягнення стратегічних цілей його розвитку становить основу сучасної парадигми стратегічного менеджменту.

Теорія стратегічного менеджменту виділяє чотири основних варіанти умов динаміки зовнішнього середовища, у яких здійснюється реалізація стратегії підприємства.

1. Відносна стабільність умов зовнішнього середовища. Такі умови характеризуються ситуацією, коли основні фактори зовнішнього фінансового середовища підприємства мають сталий характер, який визначається єдиною лінією тренда протягом усього стратегічного періоду.

2. Передбачувані зміни умов зовнішнього середовища. Такі умови характеризуються певними коливаннями лінії тренда майбутньої динаміки окремих факторів зовнішнього середовища, які зафіксовані у процесі стратегічного аналізу. При цьому фактичний розмах коливань лінії тренда істотно не відхиляється від його прогнозних значень на відповідному етапі стратегічного періоду.

3. Непередбачувані зміни умов зовнішнього середовища, які діагностуються на ранній стадії їх виникнення. Така ситуація характеризується виникненням нових тенденцій факторів зовнішнього середовища, що здійснюють відчутний вплив на фінансовий розвиток підприємства, які діагностуються на ранній стадії їхнього прояву (по так званих «слабких сигналах»).

4. Непередбачувані несподівані зміни умов зовнішнього середовища. Така ситуація характеризується виникненням непередбачуваних змін тенденцій факторів зовнішнього середовища, які на ранній стадії їх виникнення діагностувати не вдалося (виникнення таких змін для підприємства є несподіваним).

Основним діагностичним інструментом визначення характеру зміни умов зовнішнього фінансового середовища виступає моніторинг фінансового ринку, що найбільшим чином інтегрує вплив окремих факторів, які мають істотний вплив на фінансовий розвиток підприємства – динаміку ставки позикового відсотка, валютних курсів, норми інвестиційного прибутку, рівня страхових тарифів тощо.

III. Вибір методів управління реалізацією фінансової стратегії підприємства, які є адекватними характеру поточних змін умов зовнішнього фінансового середовища. Відповідно до принципів стратегічного менеджменту вибір методів управління реалізацією фінансової стратегії підприємства має виходити з конкретних умов зовнішнього фінансового середовища. Ці умови можуть мати відносно стабільний характер або непередбачувано змінюватися з дуже високою швидкістю, що визначає відповідну динаміку використання конкретних методів управління реалізацією стратегії на різних етапах стратегічного періоду. У комплекс таких методів входять як традиційні, так і спеціальні методи управління реалізацією фінансової стратегії. Система основних з цих методів представлена у табл. 4.1.

Таблиця 4.1

Система основних методів управління реалізацією стратегії підприємства, що кореспондуються з умовами його зовнішнього фінансового середовища

Характер змін умов зовнішнього середовища	Характер проблем, що вимагають рішення у процесі реалізації фінансової стратегії	Основні методи управління, використовувані у процесі реалізації фінансової стратегії підприємства
1. Відносна стабільність умов зовнішнього середовища	Виникнення нових проблем у процесі стратегічного фінансового розвитку підприємства не очікується	Методи довгострокового фінансового планування
2. Прогнозовані зміни умов зовнішнього фінансового середовища	Поява нових проблем має очікуваний характер, а їхнє рішення заздалегідь моделюється підприємством	Методи стратегічного фінансового планування
3. Непередбачені зміни умов зовнішнього фінансового середовища, що діагностуються на ранній стадії їх виникнення	Появу нових несподіваних проблем було виявлено на ранніх стадіях їхнього виникнення, що дозволяє заздалегідь підготувати необхідні управлінські рішення	Метод управління стратегічними позиціями. Метод управління по слабких сигналах
4. Непередбачувані несподівані зміни умов зовнішнього фінансового середовища	Проблема виникає зненацька та вимагає швидкого рішення	Метод управління завданнями

Перші два методи – методи довгострокового фінансового планування й методи стратегічного фінансового планування – були розглянуті раніше. Вони характеризуються як *«система методів управління стратегічними можливостями підприємства»*, які заздалегідь визначені підприємством і містять результати управлінських рішень, відбиті у програмі його стратегічного фінансового розвитку.

Останні три методи – методи управління стратегічними позиціями, метод управління по слабких сигналах і метод управління завданнями – характеризуються як *«система методів управління реалізацією стратегії в умовах реального часу»*.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Вони становлять найбільший інтерес для фінансових менеджерів, оскільки слугують дієвим інструментом відгуку управлінських рішень на несподівані зміни факторів зовнішнього фінансового середовища. Розглянемо зміст системи методів цієї другої групи.

«Метод управління стратегічними позиціями» використовується при відносно невеликому рівні непередбачуваних змін умов зовнішнього фінансового середовища, які діагностуються на ранній стадії їх виникнення. Сутність цього методу полягає у тому, що при виникненні нестабільності реалізація фінансової стратегії формується за тими з перших трьох домінантних сфер, для яких за результатами ранньої діагностики створюються найкращі можливості розвитку. По іншим домінантним сферам фінансової стратегії, по яким можливості розвитку знижуються або виникають раніше непрогнозовані загрози, підприємство забезпечує збереження стратегічних фінансових позицій на досягнутому до цього моменту рівні. При іншому варіанті невеликих непередбачених змін зовнішнього фінансового середовища, пріоритетну реалізацію отримує інша (або інші) домінантна сфера стратегічного фінансового розвитку підприємства. Доки рівень зовнішньої нестабільності буде залишатися відносно невисоким, може бути завчасно передбачуваним за результатами ранньої діагностики, управління стратегічними позиціями буде підсилювати можливості реалізації головної фінансової стратегії підприємства у цілому. Слід зазначити, що метод управління стратегічними позиціями може бути використаний і на окремих етапах передбачуваних змін зовнішнього фінансового середовища як додатковий метод стратегічного фінансового планування.

«Метод управління по слабких сигналах» ґрунтується на тому, що управлінські реакції на серйозні зміни зовнішнього фінансового середовища, які діагностуються на ранньому етапі їх виникнення, інтенсифікуються у міру нарощування цих інформаційних сигналів. Так, якщо на ранній стадії діагностики змін зовнішнього фінансового середовища окреслюється проблема, що несе загрозу реалізації цілей фінансової стратегії, але інформація про це ще повним чином не ідентифікована, відповідні стратегічні фінансові рішення будуть мати загальний превентивний характер, а потім, у міру накопичення інформації, вони будуть доведені до розробки і здійснення конкретних практичних заходів щодо зниження зовнішньої фінансової уразливості й утримання досягнутої стратегічної фінансової позиції підприємства. Аналогічним чином метод управління по слабких сигналах використовується при ранньому діагностуванні додаткових можливостей реалізації стратегічних цілей фінансової діяльності. Цей метод дозволяє

досить гнучко управляти реалізацією фінансової стратегії, вчасно приймаючи необхідні управлінські рішення, але для його використання на підприємстві має функціонувати ефективний моніторинг зовнішнього фінансового середовища, досить чутливий для вловлювання попереджуючої інформації («слабких сигналів»).

«Метод управління завданнями» (або «метод управління на основі ранжирування стратегічних завдань») використовується при виникненні непередбачених несподіваних змін зовнішнього фінансового середовища. Швидкість їхнього виникнення зазвичай настільки велика, що підприємство змушене використовувати надзвичайні заходи по забезпеченню реалізації своєї фінансової стратегії. До таких заходів належать: створення антикризових управлінських груп з делегуванням їм розширених повноважень по здійсненню фінансового управління; встановлення розширеного спостереження за змінами умов зовнішнього фінансового середовища; залучення необхідних консультантів тощо.

Зміст методу управління завданнями полягає у використанні наступних основних управлінських алгоритмів дій:

- за результатами спостереження за несподіваними змінами умов зовнішнього фінансового середовища визначається загальний комплекс стратегічних завдань, що вимагають реалізації як управлінський відгук проблем, які виникають;
- усі сформульовані завдання, пов'язані з реалізацією фінансової стратегії підприємства, діляться на низку груп за ступенем їх важливості й терміновості;
- найбільш важливі і термінові завдання передаються для більш глибокого вивчення й прийняття оперативних управлінських рішень спеціально створеним надзвичайним управлінським групам (або спеціалізованим фінансовим підрозділам, при наявності у них висококваліфікованих менеджерів);
- контроль за прийняттям оперативних управлінських рішень, що забезпечують реалізацію стратегічних цілей фінансового розвитку, покладається на фінансових менеджерів вищої ланки управління підприємством;
- склад стратегічних завдань, що вимагають негайного реагування, уточнюється в міру надходження додаткової інформації про характер несподіваних змін зовнішнього фінансового середовища й аналізу їх можливих наслідків для фінансової діяльності підприємства.

Використання розглянутих методів дозволяє істотно підвищити адаптивність та ефективність управління реалізацією фінансової стратегії підприємства.

IV. Побудова ефективної системи контролю реалізації фінансової стратегії підприємства. Така система контролю формується у межах фінансового контролінгу (його спеціального стратегічного блоку), організація побудови якого розглянута раніше. У процесі побудови системи стратегічного фінансового контролінгу варто врахувати, що об'єктом цього виду контролю є не ступінь реалізації окремих стратегічних заходів, передбачених програмою стратегічного фінансового розвитку підприємства, а лише рівень реалізації стратегічних цілей цього розвитку. У зв'язку з цим, у якості кількісних стандартів такого виду контролю виступає система цільових стратегічних фінансових нормативів.

Окрім того, при формуванні системи стратегічного фінансового контролінгу варто врахувати, що контрольний період у цьому випадку має бути значно більшим, аніж у системі оперативного й поточного фінансового контролінгу. Залежно від виду контролюваного цільового стратегічного фінансового нормативу, цей період може коливатися у межах від одного кварталу до одного року (оперативні управлінські рішення по реалізації фінансової стратегії в умовах несподіваних змін зовнішнього фінансового середовища контролюються системою оперативного фінансового контролінгу).

І, нарешті, однією з особливостей здійснення стратегічного фінансового контролінгу є те, що формування системи пріоритетів контрольованих цільових стратегічних нормативів, а також складання контрольних звітів з аналізом причин відхилень фактичних результатів контрольованих показників від установлених цільових нормативів, покладається безпосередньо на керівників окремих фінансових служб підприємства.

V. Здійснення (за необхідності) коригування програми стратегічного фінансового розвитку підприємства. Таке коригування може здійснюватися у наступних основних випадках:

- при несподіваних змінах факторів зовнішнього фінансового середовища, що генерують істотні загрози реалізації фінансової стратегії, нейтралізувати які повністю неможливо;
- при несподіваних змінах факторів зовнішнього фінансового середовища, що створюють досить значимі додаткові можливості фінансового розвитку підприємства;

- при зростанні внутрішнього фінансового потенціалу підприємства за рахунок додаткового ефекту, отриманого у результаті успішної реалізації стратегічних змін;
- при внесенні істотних об'єктивно обумовлених коригувань у меті корпоративної стратегії, інших функціональних стратегій, а також окремих бізнес-стратегій.

Реалізацію фінансової стратегії як важливої функціональної стратегії фірми варто вважати успішно завершеною, якщо досягнуто усіх основних стратегічних цілей по кожній із домінантних сфер (напрямів) фінансового розвитку підприємства.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

1. Ефективним інструментом перспективного управління фінансовою діяльністю підприємства, що підпорядковується реалізації цілей його загального розвитку в умовах змін макроекономічних показників, системи державного регулювання, кон'юнктури фінансового ринку та пов'язаною з цим невизначеністю, виступає фінансова стратегія, розробка якої базується на методологічних принципах нової концепції управління – «стратегічного менеджменту».
2. Фінансова стратегія є одним з найважливіших видів функціональної стратегії підприємства, яка спрямована на формування фінансових цілей довгострокового розвитку підприємства, вибір найбільш ефективних шляхів їхнього досягнення та розробляється на основі принципів стратегічного управління.
3. Ідентифікацію пріоритетних напрямів фінансової діяльності підприємства дозволяє здійснити виділення домінантних сфер стратегічного фінансового розвитку. Їх наявність призводить до диференціації типів фінансової стратегії, яка може спрямовуватися переважно на формування фінансових ресурсів, їхній розподіл, забезпечення фінансової безпеки підприємства, підвищення якості управління фінансовою діяльністю.
4. Розробка фінансової стратегії базується на проведенні стратегічного фінансового аналізу, у процесі якого досліджується вплив фінансового середовища функціонування підприємства на результативність фінансової діяльності підприємства у розрізі окремих домінантних сфер фінансової стратегії. Проведення стратегічного фінансового аналізу базується на застосуванні SWOT-, PEST- та SNW-аналізу, методів портфельного, сценарного й експертного аналізу, інтеграція результатів якого дозволяє вийти на модель стратегічної фінансової позиції підприємства.

5. Стратегічне управління фінансовою діяльністю підприємства має цільовий характер, тобто передбачає постановку й досягнення певних цілей, які слугують орієнтиром стратегічних перетворень фінансової діяльності та контролю за їх здійсненням. Система стратегічних фінансових цілей містить досить широке коло орієнтирів, різноманітних за видами очікуваного ефекту, пріоритетності значення для фінансового розвитку компанії, спрямованості дії, характеру впливу на кінцевий результат, періоду реалізації, об'єктам стратегічного управління та домінантним сферам фінансового розвитку, що ускладнює процес їхнього формування.
6. Формування стратегічних цілей фінансової діяльності передбачає об'єктивно-суб'єктивний процес: відображаючи об'єктивні вимоги до фінансової діяльності підприємства з боку зовнішнього та внутрішнього фінансового середовища, воно ґрунтується на фінансовій філософії власників і менеджерів підприємства. Саме формування фінансової філософії підприємства як системи принципів здійснення фінансової діяльності підприємства, що визначається його місією, загальною філософією розвитку та фінансовим менталітетом менеджменту, є вихідною передумовою розробки стратегічних фінансових цілей.
7. Виходячи зі стратегічної фінансової позиції підприємства та стратегічних цілей його фінансового розвитку, здійснюється вибір головної фінансової стратегії, формулюється фінансова політика підприємства, формується портфель можливих стратегічних фінансових альтернатив, проводиться їх оцінка і відбір, складається програма стратегічного фінансового розвитку підприємства, тобто відбувається процес прийняття стратегічних фінансових рішень.
8. Головна фінансова стратегія підприємства як обраний генеральний напрям його фінансового розвитку має відповідати його базовій корпоративній стратегії, моделі стратегічної фінансової позиції і типу фінансової політики. Така кореляція є необхідною умовою реалізації основних стратегічних фінансових цілей підприємства.
9. Найбільш важливим і складним етапом стратегічного фінансового управління є процес реалізації фінансової стратегії, тобто створення необхідних передумов для здійснення фінансової підтримки базової корпоративної стратегії. У процесі такої реалізації необхідно забезпечити стратегічні зміни фінансової діяльності підприємства, оцінити характер змін зовнішнього середовища, обрати адекватні їм методи управління, побудувати ефективну систему контролю та здійснити, при необхідності, коригування програми стратегічного фінансового розвитку.

10. У процесі реалізації фінансової стратегії широкого поширення набула система методів управління стратегічними можливостями підприємства та система методів управління реалізацією стратегії в умовах реального часу. Їхній вибір визначається умовами зовнішнього фінансового середовища функціонування підприємства. Одним з інструментів реалізації стратегії є розробка та впровадження Збалансованої системи показників, яку розглядають як оціночну систему, систему стратегічного управління та інструмент розповсюдження інформації. Концептуальна основа Збалансованої системи показників забезпечує дисципліну реалізації стратегії (у тому числі фінансової стратегії) шляхом її трансформації у конкретні цілі, показники, нормативи та ініціативи.

? Питання для самоконтролю знань

1. Визначте поняття фінансової стратегії, її роль і місце у стратегічному наборі підприємства.
2. Назвіть основні методологічні принципи розробки фінансової стратегії підприємства.
3. Визначте основні етапи процесу розробки і реалізації фінансової стратегії підприємства.
4. Охарактеризуйте основні домінантні сфери загальної фінансової стратегії підприємства.
5. Визначте сутність фінансового середовища підприємства та основні завдання його дослідження.
6. Охарактеризуйте основні методи проведення стратегічного аналізу зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу.
7. Охарактеризуйте основні методи проведення стратегічного аналізу зовнішнього фінансового середовища безпосереднього впливу.
8. Охарактеризуйте основні методи проведення стратегічного аналізу внутрішнього фінансового середовища підприємства.
9. Охарактеризуйте методику комплексної оцінки стратегічної фінансової позиції підприємства по окремих домінантних сферах його фінансового розвитку.

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

10. Розкрийте зміст процесу формування та ранжирування стратегічних цілей фінансового розвитку підприємства.
11. Охарактеризуйте зміст процесу розробки та конкретизації цільових стратегічних нормативів фінансової діяльності підприємства.
12. Визначте сутність фінансової політики підприємства та порядок її розробки.
13. Охарактеризуйте процес оцінки розробленої фінансової стратегії підприємства.
14. Визначте зміст управління реалізацією фінансової стратегії підприємства.
15. Охарактеризуйте порядок побудови контролю за реалізацією фінансової стратегії підприємства.
16. Охарактеризуйте основні форми і порядок коригування програми стратегічного фінансового розвитку підприємства.

Тестові завдання для контролю знань

- 1. Система довгострокових цілей фінансової діяльності підприємства та найбільш ефективних шляхів їхнього досягнення представляє:**
 - 1.1. Фінансову політику підприємства.
 - 1.2. Фінансову стратегію підприємства.
 - 1.3. Фінансову ідеологію підприємства.
- 2. Формування переліку усіх можливих засобів досягнення різних стратегічних фінансових рішень здійснюється на етапі:**
 - 2.1. Формування фінансової політики підприємства.
 - 2.2. Розробки програми фінансового розвитку підприємства.
 - 2.3. Формування портфеля можливих стратегічних альтернатив.
- 3. Система умов та факторів, що впливають на результати фінансової діяльності і формуються у процесі фінансових відносин підприємства з його контрагентами по фінансових операціях представляє:**
 - 3.1. Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу.
 - 3.2. Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу.
 - 3.3. Внутрішнє фінансове середовище.

- 4. Форма реалізації фінансової філософії, головної фінансової стратегії підприємства у розрізі найбільш важливих аспектів фінансової діяльності представляє:**
 - 4.1. Портфель можливих фінансових альтернатив.
 - 4.2. Фінансову політику.
 - 4.3. Фінансове планування.
- 5. Система умов і факторів макроекономічного рівня, що впливають на результати фінансової діяльності підприємства у довгостроковому періоді, це:**
 - 5.1. Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу.
 - 5.2. Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу.
 - 5.3. Внутрішнє фінансове середовище.
- 6. Основні результати стратегічного фінансового вибору відображаються у:**
 - 6.1. Портфелі можливих фінансових альтернатив.
 - 6.2. Програмі фінансового розвитку підприємства.
 - 6.3. Фінансовій політиці.
- 7. Система факторів, що проявляються на макrorівні та впливають на організацію, форми й результати фінансової діяльності підприємства у довгостроковому періоді і не можуть бути прямо контролювані з боку підприємства, представляє:**
 - 7.1. Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу.
 - 7.2. Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу.
 - 7.3. Внутрішнє фінансове середовище.
- 8. Система факторів, що впливають на організацію, форми та результати фінансової діяльності підприємства і формуються у процесі фінансових відносин підприємства з контрагентами по фінансових операціях, на які підприємство може безпосередньо впливати у процесі комунікативних зв'язків, представляє:**
 - 8.1. Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу.
 - 8.2. Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу.
 - 8.3. Внутрішнє фінансове середовище.

- 9. Система факторів, які визначають вибір організації і форм фінансової діяльності з метою досягнення найкращих результатів та знаходяться під безпосереднім контролем керівництва, це:**
- 9.1. Зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу.
 - 9.2. Зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу.
 - 9.3. Внутрішнє фінансове середовище.
- 10. Формування яких фінансових цілей передбачає фінансова стратегія підприємства?**
- 10.1. Довгострокових.
 - 10.2. Середньострокових.
 - 10.3. Короткострокових.
- 11. Яким чином висока інтенсивність зміни факторів зовнішнього фінансового середовища підприємства позначається на актуальності розроблення його фінансової стратегії?**
- 11.1. Ніяк не позначається.
 - 11.2. Посилює актуальність.
 - 11.3. Послаблює актуальність.
- 12. До якого виду стратегій підприємства належить фінансова стратегія?**
- 12.1. До бізнес-стратегій.
 - 12.2. До функціональних стратегій.
 - 12.3. До корпоративної стратегії.
- 13. Яка із наведених сутнісних характеристик є істинною щодо фінансової стратегії підприємства?**
- 13.1. Один із видів функціональних стратегій підприємства.
 - 13.2. Формує специфічні фінансові цілі довгострокового розвитку підприємства.
 - 13.3. Усі зазначені характеристики.
- 14. Що належить до основних принципів розроблення фінансової стратегії підприємства?**
- 14.1. Розгляд підприємства як відкритої системи, здатної до самоорганізації.
 - 14.2. Забезпечення альтернативності стратегічного фінансового розвитку.
 - 14.3. Усе зазначене.

15. Яким терміном визначають ідентифікований основний напрям фінансової діяльності, за яким мають комплексно розроблятися стратегічні фінансові рішення, спрямовані на забезпечення успішної реалізації головної цільової функції підприємства?

- 15.1. Парадигма стратегічного фінансового управління.
- 15.2. Підприємницький стиль управління фінансовою діяльністю.
- 15.3. Домінантна сфера стратегічного фінансового розвитку підприємства.

16. Яка із домінантних сфер фінансової стратегії охоплює проблему забезпечення постійної платоспроможності підприємства?

- 16.1. Інвестиційна стратегія підприємства.
- 16.2. Стратегія формування фінансових ресурсів.
- 16.3. Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства.

17. Яка із домінантних сфер фінансової стратегії охоплює проблему розробки ефективної організаційної структури управління фінансовою діяльністю підприємства?

- 17.1. Інвестиційна стратегія підприємства.
- 17.2. Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства.
- 17.3. Стратегія підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства.

18. Яка із домінантних сфер фінансової стратегії охоплює проблему забезпечення необхідної фінансової гнучкості підприємства (достатнього його доступу до зовнішніх джерел фінансування)?

- 18.1. Стратегія формування фінансових ресурсів.
- 18.2. Інвестиційна стратегія підприємства.
- 18.3. Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства.

19. Яка стратегічна проблема належить до домінантної стратегічної сфери забезпечення фінансової безпеки підприємства?

- 19.1. Нейтралізація можливих негативних наслідків фінансових ризиків.
- 19.2. Здійснення необхідних заходів фінансової санації підприємства при загрозі його банкрутства.
- 19.3. Усі зазначені проблеми.

20. Яка стратегічна проблема належить до інвестиційної стратегії підприємства?

- 20.1. Забезпечення необхідної пропорційності розподілу фінансових ресурсів за стратегічними зонами господарювання.
- 20.2. Забезпечення постійної платоспроможності та достатньої фінансової стійкості.
- 20.3. Нейтралізація можливих негативних наслідків фінансових ризиків.

21. Яка стратегічна проблема належить до домінантної стратегічної сфери формування фінансових ресурсів підприємства?

- 21.1. Забезпечення необхідної пропорційності розподілу фінансових ресурсів за стратегічними зонами господарювання.
- 21.2. Оптимізація структури джерел формування фінансових ресурсів підприємства за критерієм їхньої вартості.
- 21.3. Забезпечення постійної платоспроможності та достатньої фінансової стійкості.

22. Яка із домінантних сфер фінансової стратегії орієнтована на забезпечення фінансової рівноваги підприємства у процесі його стратегічного розвитку?

- 22.1. Стратегія формування фінансових ресурсів.
- 22.2. Інвестиційна стратегія підприємства.
- 22.3. Стратегія забезпечення фінансової безпеки підприємства.

23. Яка із домінантних сфер фінансової стратегії підприємства орієнтована на забезпечення досягнення основної мети його стратегічного розвитку?

- 23.1. Стратегія підвищення якості управління фінансовою діяльністю підприємства.
- 23.2. Інвестиційна стратегія підприємства.
- 23.3. Будь-яка.

24. Що є головною цільовою функцією підприємства, на успішну реалізацію якої спрямована фінансова стратегія?

- 24.1. Максимізація прибутку підприємства.
- 24.2. Зростання обсягів діяльності та підвищення рівня конкурентоспроможності.
- 24.3. Зростання ринкової вартості підприємства у довгостроковій перспективі.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

25. Що є початковим етапом процесу розроблення фінансової стратегії підприємства?

- 25.1. Визначення стратегічних цілей підприємства.
- 25.2. Визначення загального періоду формування фінансової стратегії і дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища.
- 25.3. Оцінка сильних та слабких сторін підприємства.
- 25.4. Прийняття стратегічних фінансових рішень на підприємстві.

Задачі для набуття практичних навичок

Задача 2.1

Підприємство «Альфа» у процесі розробки фінансової стратегії визначило головну ціль – досягнення рівня фінансової рентабельності 35% через три роки. Виходячи з фінансових показників діяльності підприємства у звітному році, оцініть можливість досягнення їм стратегічної мети, якщо параметри фінансової політики не змінюватимуться.

Витяг з балансу підприємства

(тис. грн)

АКТИВ	На початок звітнього року	На кінець звітнього року
1. Залишкова вартість основних засобів (ОЗ)	1600	1700
2. Залишкова вартість нематеріальних активів (НемА)	1300	1270
3. Довгострокові фінансові інвестиції (ДФІ)	30	40
Усього необоротних активів (НА)	2930	3010
4. Запаси (З)	767	832
5. Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги (чиста реалізаційна вартість) (ПДЗтрп)	160	220
6. Дебіторська заборгованість за розрахунками (ПДЗр)	20	50
7. Інша дебіторська заборгованість (ПДЗін)	8	16
8. Гроші та їхні еквіваленти (ГА)	4	8
Усього оборотних активів (ОА)	959	1126
Всього активів (А)	3889	4136
ПАСИВ	1.01.04	1.01.05
1. Власний капітал (ВК)	2500	3000
2. Короткострокові кредити банків (залучаються для фінансування запасів)	300	100
3. Поточна кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги	900	856
4. Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками	185	170
5. Інші поточні зобов'язання	4	10
Усього капітал (К)	3889	4136

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Інформація про фінансові результати діяльності підприємства у звітному році

(тис. грн)

Показники	Значення
1. Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) (ВР)	1700
2. Собівартість готової продукції (Сб)	970
3. Адміністративні витрати (АВ)	80
4. Витрати на збут (ВЗ)	130
5. Фінансовий результат від операційної діяльності (ЧП)	390
6. Платіжний оборот (ПлО)	2100
7. Матеріальні витрати (МВ)	840

Середньорічний темп росту чистого доходу становить 20%.

Задача 2.2

Підприємство «Агропромінвест» у процесі розробки фінансової стратегії здійснює оцінку стратегічної фінансової позиції підприємства. З цією метою фінансовою службою були оцінені основні фінансові показники діяльності підприємства. Користуючись інформацією, наведеною нижче, оцініть стратегічну позицію підприємства «Агропромінвест» щодо забезпечення своєї фінансової безпеки. За результатами аналізу побудуйте матрицю сильних і слабких сторін щодо забезпечення фінансової безпеки підприємства та зробіть висновки.

Показники фінансової стійкості підприємства

Коефіцієнт	Значення				
	01.01.12	01.01.13	01.01.14	01.01.15	01.01.16
Коефіцієнт автономії (незалежності)	0,426	0,452	0,400	0,341	0,297
Коефіцієнт залежності	2,345	2,214	2,503	2,930	3,370
Коефіцієнт заборгованості	0,574	0,548	0,600	0,659	0,703
Коефіцієнт співвідношення власного і позикового капіталу	0,743	0,824	0,666	0,518	0,422
Коефіцієнт фінансового ризику	1,345	1,214	1,503	1,930	2,370
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	0,849	0,850	0,857	0,792	0,660

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення таблиці

Коефіцієнт	Значення				
	01.01.12	01.01.13	01.01.14	01.01.15	01.01.16
Коефіцієнт покриття інвестицій	0,426	0,452	0,400	0,341	0,297
Коефіцієнт короткострокової заборгованості	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Коефіцієнт кредиторської заборгованості	0,804	0,623	0,635	0,667	0,711
Коефіцієнт автономії джерел формування запасів	0,387	0,412	0,363	0,291	0,218
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами	0,395	0,474	0,367	0,297	0,231
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними коштами запасів	1,021	1,210	1,023	0,826	0,659
Коефіцієнт співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованостями	0,937	0,870	0,977	0,869	0,767
Коефіцієнт виробничих фондів	0,065	0,068	0,060	0,072	0,097

Показники збалансованості грошових потоків

Показники	Значення			
	2012	2013	2014	2015
Обсяг чистого грошового потоку, тис. грн	64,473	6,574	-36,2855	-26,2805
Коефіцієнт якості чистого грошового потоку	2,618	33,133	-7,638	-12,513

Показники платоспроможності підприємства

Показники	Значення				
	01.01.12	01.01.13	01.01.14	01.01.15	01.01.16
Коефіцієнт негайної (абсолютної) ліквідності	0,038	0,024	0,018	0,016	0,014
Проміжний коефіцієнт платоспроможності	1,032	1,037	0,935	0,829	0,782
Загальний коефіцієнт платоспроможності	1,632	1,604	1,459	1,285	1,205
Рівень операційної платоспроможності	20,806	12,776	12,332	11,602	11,709
Індекс ліквідності оборотних коштів	0,015	0,012	0,014	0,013	0,012

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Інформація про обсяг та склад капіталу підприємства

(тис. грн)

Показники	01.01.12	01.01.13	01.01.14	01.01.15	01.01.16
Зареєстрований капітал	3016,17	3016,17	3016,17	3016,17	3016,166
Нерозподілений прибуток	6,713	16,714	35,757	14,588	0
Усього власний капітал	3022,88	3032,88	3051,92	3030,75	3016,166
Короткострокові кредити банків	760,487	1297,94	1599,34	1865,23	2013,763
Поточна кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	3268,3	2293,95	2910,18	3900,25	5083,685
Поточна кредиторська заборгованість за:					
– розрахунками з бюджетом	5,069	4,521	3,699	4,257	30,414
– розрахунками зі страхування	10,412	10,138	5,48	7,35	6,576
– розрахунками з оплати праці	21,783	20,55	10,96	12,44	13,015
Інші поточні зобов'язання		55,074	56,033	58,446	
Усього поточних зобов'язань	4066,05	3682,18	4585,69	5847,97	7147,453
Всього капітал	7088,65	6715,06	7637,61	8878,73	10163,62

Задача 2.3

Підприємство «Агропромінвест» у процесі розробки фінансової стратегії здійснює оцінку стратегічної фінансової позиції підприємства. Користуючись інформацією, наведеною нижче та у задачі 2.2, оцініть стратегічну позицію підприємства «Агропромінвест» щодо забезпечення ефективного використання фінансових ресурсів. За результатами аналізу побудуйте матрицю сильних і слабких сторін щодо забезпечення ефективності використання фінансових ресурсів підприємства та зробіть висновки.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Інформація про стан активів підприємства

(тис. грн)

Показники	01.01.12	01.01.13	01.01.14	01.01.15	01.01.16
Нематеріальні активи:					
– залишкова вартість		6,165	5,617	5,206	4,521
– первісна вартість		6,302	6,302	6,302	6,302
– накопичена амортизація		0,137	0,685	1,096	1,781
Основні засоби:					
– залишкова вартість	435,386	431,961	418,124	607,1	963,521
– первісна вартість	574,989	609,513	637,598	863,4	1251,769
– знос	139,603	177,552	219,474	256,3	288,248
Відстрочені податкові активи	19,728	15,344	13,152	17,534	56,581
Усього необоротних активів	455,114	453,47	436,893	629,84	1024,623
Запаси	2514,498	2,131,720	2,555,872	2908,07	3019,891
Поточні біологічні активи		689,521			
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	2578,477	2061,165	3942,586	4378,2	4683,208
Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом	269,479	132,89	4,384	6,257	12,741
Інша поточна дебіторська заборгованість	962,151	1011,197	531,286	699,97	785,558
Гроші та їхні еквіваленти	182,21	109,737	91,242	100,467	102,065
Усього оборотних активів	6506,815	6136,23	7125,37	8092,965	8603,463
Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	126,725	125,355	75,35	155,92	535,533
Усього активів	7088,654	6715,055	7637,613	8878,725	10163,619

Звіт про фінансові результати

(тис. грн)

Стаття	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	11054,667	13895,499	14341,571	15486,069
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	10412,274	13167,618	13578,481	14722,842
Валовий прибуток	642,393	727,881	763,09	763,227
Інші операційні доходи	6,165	-0,411		101,096
Адміністративні витрати	150,152	164,948	161,112	260,574
Витрати на збут	346,199	320,717	348,528	421,549
Інші операційні витрати	86,858	138,233	130,561	37,264

Розділ 2. ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ ПІДПРИЄМСТВА

Закінчення таблиці

Стаття	2012 р.	2013 р.	2014 р.	2015 р.
Фінансові результати від операційної діяльності:				
– прибуток	65,349	103,572	122,889	144,936
– збиток				
Дохід від участі у капіталі				
Інші фінансові доходи				
Інші доходи		7,398	47,813	
Фінансові витрати	48,224	83,981	59,329	66,171
Втрати від участі у капіталі				
Інші витрати	2,603		56,581	
Фінансовий результат до оподаткування:				
– прибуток	14,522	26,989	54,792	78,765
– збиток				
Витрати (дохід) з податку на прибуток	4,357	8,097	16,438	23,630
Чистий фінансовий результат:				
– прибуток	10,165	18,892	38,354	55,136
Матеріальні затрати	66,445	67,678	65,212	34,113
Витрати на оплату праці	78,912	68,089	46,58	50,69
Відрахування на соціальні заходи	29,866	25,756	17,947	19,454
Амортизація	177,689	-98,777	164,948	-93,434
Інші операційні витрати	230,297	561,152	345,514	708,564
Разом	583,209	623,898	640,201	719,387

Задача 2.4

Підприємство «Агропромінвест» у процесі розробки фінансової стратегії здійснює оцінку стратегічної фінансової позиції підприємства. Користуючись інформацією, наведеною у задачах 2.2. та 2.3, оцініть потенціал підприємства щодо формування фінансових ресурсів. За результатами аналізу побудуйте матрицю сильних і слабких сторін щодо можливості формування фінансових ресурсів підприємства та зробіть висновки.

Задача 2.5

З метою розробки фінансової стратегії підприємства ТОП-менеджментом будівельної компанії було розроблено перелік стратегічно важливих цілей:

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- максимізація росту чистого грошового потоку підприємства;
- максимізація рівня рентабельності інвестованого власного капіталу підприємства;
- розробка стратегічної карти підприємства;
- оптимізація структури капіталу підприємства;
- формування ефективної організаційної структури управління фінансовою діяльністю підприємства;
- зростання суми чистого прибутку;
- зростання обсягу амортизаційного потоку;
- впровадження системи бюджетування;
- мінімізація вартості залучення капіталу із зовнішніх джерел;
- оптимізація пропорцій розподілу інвестиційних ресурсів по стратегічних зонах господарювання;
- оптимізація пропорцій розподілу інвестиційних ресурсів по стратегічних бізнес-одиницях;
- максимізація рівня дохідності інвестицій;
- скорочення періоду обороту запасів;
- оптимізація структури активів;
- оптимізація структури позикового капіталу;
- впровадження системи контролінгу;
- оптимізація грошових потоків;
- мінімізація рівня фінансових ризиків по основних видах господарських операцій;
- зростання освітнього рівня фінансових менеджерів;
- розширення й підвищення якості інформаційної бази прийняття управлінських рішень;
- модернізація будівельного обладнання;
- підвищення рівня оснащення фінансових менеджерів сучасними технічними засобами управління;
- підвищення рівня корпоративної культури фінансових менеджерів.

На основі заданих цілей фінансово-економічному відділу надане завдання розробити стратегічну карту фінансової діяльності підприємства.

РОЗДІЛ 3

УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Глава 5

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ ПІДПРИЄМСТВА

5.1. Сутність і завдання управління операційними активами

Управління операційними активами підприємства – це система принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов’язаних з їхнім формуванням, ефективним використанням в операційній діяльності підприємства та організацією їх обороту.

Як і загальне управління фінансами, управління операційними активами підпорядковане меті росту ринкової вартості підприємства. У процесі реалізації цієї мети управління операційними активами підприємства спрямоване на розв’язання таких основних завдань (рис. 5.1).

1. Формування достатнього обсягу та необхідного складу активів, що забезпечують встановлені темпи розвитку операційної діяльності. Це завдання реалізується шляхом визначення потреби у необхідних активах, використання яких передбачається в операційному процесі підприємства, оптимізації співвідношення окремих їхніх видів і залучення найбільш ефективних їхніх різновидів з позицій рівня продуктивності та потенційної прибутковості майбутнього використання.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 5.1. Основні завдання управління операційними активами підприємства

2. Забезпечення максимальної дохідності (рентабельності) активів, що використовуються при передбаченому рівні комерційного ризику. Максимізація дохідності (рентабельності) активів досягається за рахунок їхнього використання у найбільш ефективних напрямках операційної діяльності та комерційних операцій підприємства. Вирішуючи це завдання,

необхідно мати на увазі, що максимізація рівня прибутковості операційних активів досягається, як правило, при істотному зростанні рівня комерційних ризиків, пов'язаних з їхнім використанням, оскільки між цими двома показниками існує прямий зв'язок. Саме тому максимізація прибутковості (рентабельності) використовуваних активів має забезпечуватися у межах припустимого комерційного ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням їх фінансового менталітету (ставлення до ступеня припустимого ризику при здійсненні господарської діяльності).

3. Забезпечення мінімізації комерційного ризику використання активів при передбаченому рівні їх дохідності (рентабельності). Якщо рівень дохідності (рентабельності) активів, які використовуються, заданий або запланований заздалегідь, важливим завданням є зниження рівня комерційного ризику операцій або видів діяльності, що забезпечують досягнення цієї дохідності (рентабельності).

Така мінімізація рівня ризиків може бути забезпечена шляхом диверсифікації операцій і напрямків операційної діяльності підприємства, пов'язаних з використанням активів; запобігання окремим видам комерційних ризиків; застосування ефективних форм їх внутрішнього і зовнішнього страхування.

4. Забезпечення постійної платоспроможності підприємства за рахунок підтримки достатнього рівня ліквідності активів. Це завдання вирішується у першу чергу за рахунок ефективного управління залишками грошових активів та їх еквівалентів. Однак, у процесі рішення цього завдання варто мати на увазі, що зайво сформовані грошові активи, забезпечуючи високий рівень платоспроможності підприємства, втрачають свою вартість під впливом фактора часу й інфляції. Тож завдання підтримки достатнього рівня платоспроможності належить до числа оптимізаційних і у процесі його розв'язання мають враховуватися різні економічні інтереси підприємства. Необхідна платоспроможність підприємства забезпечується також високим рівнем ліквідності готової продукції, дебіторської заборгованості, короткострокових фінансових вкладень і деяких інших видів операційних активів.

5. Оптимізація обороту активів. Це завдання вирішується шляхом ефективного управління грошовими й матеріальними потоками активів у процесі окремих циклів їхнього кругообігу на підприємстві; забезпеченням синхронності формування окремих видів потоків активів, пов'язаних з операційною діяльністю; мінімізацією сукупних витрат на організацію обороту активів у всіх їхніх формах.

Усі розглянуті завдання управління операційними активами підприємства є взаємозалежними, хоча окремі з них мають різну спрямованість. Саме тому у процесі управління операційними активами окремі завдання мають бути оптимізовані між собою за критерієм можливого росту ринкової вартості підприємства.

5.2. Принципи формування операційних активів

Важливим напрямом менеджменту операційних активів є управління процесом їх формування.

Формування активів підприємства пов'язане з трьома основними етапами його розвитку на різних стадіях життєвого циклу.

1. Створення нового підприємства. Це найбільш відповідальний етап формування активів, особливо при створенні великих підприємств. Їх обсяг і склад визначатимуть потребу у стартовому капіталі, умови генерування прибутку, швидкість обороту активів та рівень їх ліквідності тощо.

2. Розширення, реконструкція і модернізація діючого підприємства. Цей етап формування активів можна розглядати як постійний процес його розвитку у розрізі основних стадій його життєвого циклу. Розширення й оновлення складу активів діючого підприємства здійснюється відповідно до стратегічних завдань його розвитку з урахуванням можливостей формування фінансових ресурсів.

3. Формування нових структурних одиниць діючого підприємства (дочірніх підприємств, філій тощо). Цей процес може здійснюватися шляхом формування нових структурних майнових комплексів (на базі нового їхнього будівництва) чи придбання готової сукупності активів у формі цілісного майнового комплексу.

Процес формування операційних активів підприємства будується на основі наступних принципів (рис. 5.2).

1. Врахування найближчих перспектив розвитку операційної діяльності і форм її диверсифікації. Формування активів підприємства при його створенні підпорядковується у першу чергу завданням розвитку його операційної діяльності. При цьому варто мати на увазі, що на початкових стадіях життєвого циклу підприємства обсяг операційної діяльності зростає досить високими темпами (за умови правильного вибору підприємством своєї ринкової ніші). Тож активи підприємства, що формуються на цьому етапі, повинні мати певний резервний потенціал, що забезпечує можливості продукції і диверсифікації операційної діяльності у найближчому майбутньому періоді.



Рис. 5.2. Основні принципи формування операційних активів підприємства

2. Забезпечення відповідності обсягу й структури активів, які формуються, обсягу та структурі виробництва і збуту продукції. Така відповідність має забезпечуватися ще у процесі розробки бізнес-плану створення нового підприємства шляхом визначення потреби в окремих видах активів, а потім підтримуватися на кожній новій стадії його розвитку. Реалізація цього принципу формування активів спрямована у першу чергу на забезпечення проєктованого рівня їхньої сукупної продуктивності.

3. Забезпечення оптимальності складу активів з позицій ефективності господарської діяльності. Така оптимізація складу активів підприємства спрямована, з одного боку, на забезпечення майбутнього повного корисного використання окремих їхніх видів, а з іншого – на підвищення їх сукупної потенційної здатності генерувати операційний прибуток.

4. Забезпечення можливостей високого обороту активів у процесі їхнього використання. Необхідність реалізації цього принципу пов'язана з тим, що прискорення обороту активів здійснює як прямий, так і непрямий вплив на розмір отриманого операційного прибутку підприємства. Для реалізації цього принципу у процесі формування операційних активів потрібно оптимізувати їхній склад за такими трьома групами:

1) *високооборотні операційні активи.* До них відносяться виробничі запаси із закупівлею і доставкою яких немає проблем, а, відповідно, немає й необхідності формування їх страхових та сезонних обсягів; запаси готової продукції, що користуються попитом споживачів; короткострокова дебіторська заборгованість; грошові активи у національній та іноземній валюті, які постійно обслуговують операційний процес;

2) *операційні активи з нормальною оборотністю.* До них відносяться інші види оборотних активів підприємства, що не увійшли до складу першої групи. Як правило, вони становлять переважну частину оборотних активів підприємства;

3) *низькооборотні операційні активи.* До них відносяться необоротні операційні активи – виробничі основні засоби і нематеріальні активи, що використовуються в операційному процесі. Всупереч своїй назві, необоротні операційні активи здійснюють постійний вартісний кругооборот (як і оборотні активи), хоча тривалість цього обороту у часі досить тривала й у багато разів перевищує тривалість операційного циклу (період обороту оборотних активів).

5. Забезпечення прогресивності окремих видів активів з позицій їх відповідності вимогам технологічного прогресу. Сучасний ринок засобів і предметів виробництва пропонує для формування активів підприємства низку альтернативних об'єктів та інструментів. У процесі їхнього вибору потрібно за інших рівних умов ураховувати їхню перспективність, сучасність, багатофункціональність, здатність генерувати прибуток у різних господарських ситуаціях і, відповідно, підвищувати ринкову вартість підприємства.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

З урахуванням викладених принципів, організовується процес формування операційних активів підприємства. Цей процес здійснюється у такі основні етапи (рис 5.3).

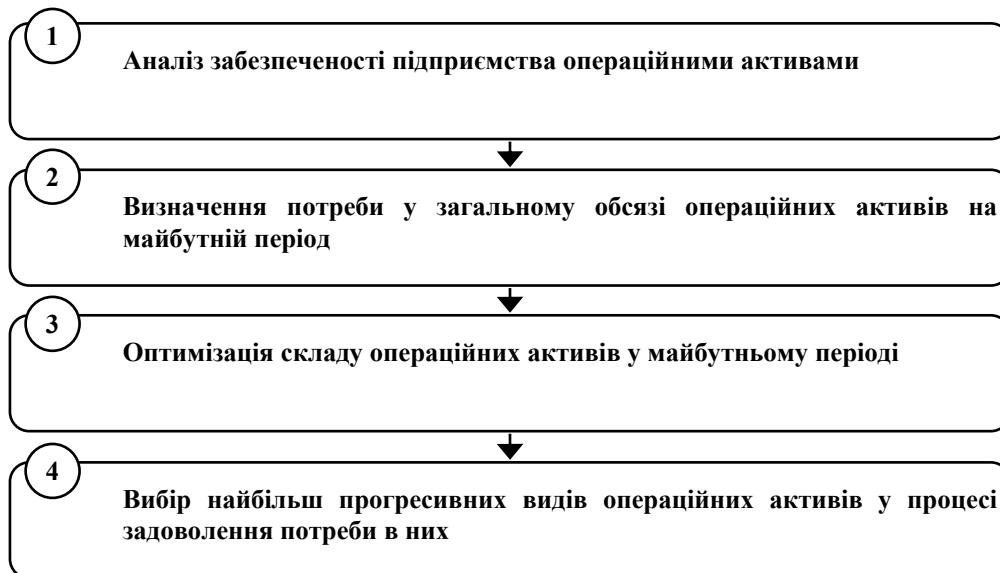


Рис. 5.3. Основні етапи управління формуванням операційних активів підприємства

1. Аналіз забезпеченості підприємства операційними активами. Метою такого аналізу є виявлення основних тенденцій у розвитку операційних активів підприємства й оцінка рівня забезпеченості ними виробництва та реалізації продукції.

- *На першій стадії аналізу* визначається загальна вартість операційних активів, використовуваних підприємством у розрізі окремих етапів аналітичного періоду. Ця вартість визначається як середня хронологічна у кожному аналітичному етапі та аналітичному періоді у цілому. До загальної вартості операційних активів підприємства за даними звітних балансів включаються: а) сума основних засобів за залишковою вартістю; б) сума нематеріальних активів за залишковою вартістю; в) сума оборотних активів усіх видів. Етапами дослідження обираються, як правило, окремі квартали аналітичного періоду.

- *На другій стадії аналізу* виявляються тенденції динаміки загальної вартості операційних активів підприємства у досліджуваному періоді. У процесі цього дослідження використовуються методи

горизонтального (трендового) фінансового аналізу, розраховуються показники абсолютної суми приросту операційних активів у розрізі окремих етапів, а також темпи динаміки їх загальної вартості (темпи цієї динаміки зіставляються з темпами зміни обсягу реалізації продукції).

- *На третій стадії аналізу* досліджується забезпеченість підприємства операційними активами. У цих цілях використовується показник питомої вартості операційних активів у розрахунку на одиницю виробленої (реалізованої) продукції, що визначається за такою формулою:

$$П_{\text{ОПА}} = \frac{\overline{\text{ОПА}}}{\text{ОР}}, \quad (5.1)$$

де $П_{\text{ОПА}}$ – питома вартість операційних активів на одиницю виробленої (реалізованої) продукції;

$\overline{\text{ОПА}}$ – середня вартість операційних активів підприємства у досліджуваному періоді (розрахована як середня хронологічна);

ОР – обсяг виробництва (реалізації) продукції у досліджуваному періоді.

Аналіз забезпеченості підприємства операційними активами здійснюється у динаміці за окремими етапами аналітичного періоду (на основі використання методів горизонтального фінансового аналізу), а також у порівнянні із середньогалузевими показниками, конкурентами тощо (на основі використання методів порівняльного фінансового аналізу).

З урахуванням результатів забезпеченості підприємства операційними активами в останньому з розглянутих етапів передпланового періоду оцінюються ті елементи виробничого й фінансового потенціалу, які формуються відповідними видами операційних активів.

2. Визначення потреби у загальному обсязі операційних активів на майбутній період. Для діючих підприємств ця потреба визначається у формі приросту цих активів, виходячи із планованого обсягу приросту виробництва (реалізації) продукції і питомої вартості операційних активів (скоректованої з урахуванням можливостей зростання їх продуктивності, визначених у процесі аналізу).

Більш складним є визначення потреби у загальному обсязі операційних активів для новостворюваного підприємства. Склад операційних активів такого підприємства має низку відмінних рис. Так, у складі

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

оборотних активів відсутня поточна дебіторська заборгованість у зв'язку з тим, що операційна діяльність ще не розпочиналася. Окрім того, до мінімуму зведені (а у більшості випадків повністю відсутні) еквіваленти грошових коштів і короткострокові фінансові інвестиції. Вони включаються до складу оборотних активів лише у тому випадку, якщо внесок засновників у статутний фонд здійснений у формі таких короткострокових фінансових інструментів. І, нарешті, у складі запасів таких підприємств відсутні запаси готової продукції (за винятком підприємств торгівлі).

З урахуванням викладеного, розрахунок потреби в активах новостворюваного підприємства здійснюється у розрізі таких видів:

- основних засобів;
- нематеріальних активів;
- запасів товарно-матеріальних цінностей, що забезпечують виробничу діяльність;
- грошових активів;
- інших видів активів.

❖ *Потреба в основних засобах* розраховується за окремими їх групами: а) виробничі будинки й приміщення; б) машини та устаткування, використовувані у виробничому технологічному процесі; в) машини й устаткування, використовувані у процесі управління операційною діяльністю.

На першому етапі визначається потреба в окремих видах машин та устаткування, використовуваних у виробничому технологічному процесі. Принципова формула розрахунку цієї потреби має такий вигляд:

$$П_{об} = \frac{ОВ \cdot В_{од}}{ПР_Е} + Уст, \quad (5.2)$$

- де
- $П_{об}$ – потреба у виробничому устаткуванні конкретного виду;
 - $ОВ$ – планований обсяг виробництва продукції, що потребує використання даного виду устаткування;
 - $В_{од}$ – вартість одиниці розглянутого виду устаткування;
 - $ПР_Е$ – експлуатаційна продуктивність розглянутого виду устаткування (нормативний обсяг виробництва продукції, розраховуючи на одиницю устаткування);
 - $Уст$ – вартість установки розглянутого виду устаткування.

На другому етапі визначається потреба в окремих видах машин і устаткуванні, використовуваних у процесі управління операційною діяльністю (офісні меблі, електронно-обчислювальні машини, засоби зв'язку тощо).

На третьому етапі визначається потреба у приміщеннях (будинках) для здійснення безпосереднього виробничого процесу (з усіма допоміжними його видами) і розміщення персоналу управління.

❖ *Потреба у нематеріальних активах* визначається, виходячи з технології, яка використовується для здійснення операційного процесу.

При визначенні вартісного обсягу необоротних операційних активів, необхідних підприємству, враховується форма задоволення потреби в окремих їхніх видах – придбання у власність, фінансовий або оперативний лізинг.

❖ *Потреба у запасах товарно-матеріальних цінностей* розраховується диференційовано у розрізі наступних їхніх видів: а) *потреба в оборотному капіталі, що авансується у запаси сировини й матеріалів*; б) *потреба в оборотному капіталі, що авансується у запаси товарів* (для торговельних підприємств).

Потреба в оборотному капіталі, що авансується у запаси товарно-матеріальних цінностей кожного виду, визначається шляхом множення одностороннього обсягу їх витрачання на норму запасу у днях. Норми запасів товарно-матеріальних цінностей кожного виду встановлюються кожним підприємством самостійно, виходячи з галузевих та інших особливостей його господарської діяльності (на нових підприємствах ці норми включаються до складу показників бізнес-плану).

Для усереднених розрахунків у закордонній практиці при розробці бізнес-планів застосовують наступні стандартні норми запасів: для сировини та матеріалів – 3 місяці (90 днів); для товарів, які реалізуються підприємствами торгівлі – 2 місяці (60 днів).

❖ *Потреба у грошових активах* визначається на основі майбутнього їх витрачання на розрахунки по оплаті праці (окрім нарахувань на неї); по авансових і податкових платежах; по маркетинговій діяльності (витрати по рекламі); за комунальні послуги тощо. У практиці формування грошових активів новостворюваних підприємств потреба у них визначається у розрізі перерахованих видів платежів на майбутні три місяці (що забезпечує достатній запас платоспроможності на першому етапі функціонування підприємства). У процесі наступної господарської діяльності нормативи активів у грошовій формі знижуються (особливо в умовах інфляції).

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

❖ *Потреба в інших операційних активах* встановлюється методом прямого рахунку за окремими їх різновидами з урахуванням особливостей створюваного підприємства. Розрахунок потреби в інших активах здійснюється окремо по необоротних і оборотних активах.

За результатами проведених розрахунків визначається загальна потреба в операційних необоротних і оборотних активах новостворюваного підприємства. Потреба в необоротних активах розраховується шляхом підсумовування потреби в основних засобах, нематеріальних активах та інших видах необоротних активів. Потреба в оборотних активах, відповідно, визначається шляхом підсумовування потреби у запасах товарно-матеріальних цінностей, грошових активів та інших видів оборотних активів.

Розрахунок потреби в операційних активах нового підприємства пов'язаний з вибором альтернативних рішень:

- а) орендою, будівництвом або придбанням будинків (приміщень);
- б) орендою чи придбанням машин, механізмів та устаткування;
- в) формуванням більшого або меншого обсягу запасів товарно-матеріальних цінностей;
- г) придбанням готових технологічних рішень (у формі нематеріальних активів) чи їх самостійної розробки;
- д) формуванням більшого або меншого рівня платоспроможності, а, відповідно, й обсягу грошових активів тощо.

Саме тому розрахунок потреби в операційних активах нового підприємства доцільно здійснювати у трьох варіантах:

- 1) мінімально необхідна сума активів, що дозволяє розпочати господарську діяльність;
- 2) необхідна сума активів, що дозволяє розпочати господарську діяльність із достатніми розмірами страхових запасів по основних видах оборотних активів (матеріальним і грошовим);
- 3) максимально необхідна сума активів, що дозволяє придбати у власність усі використовувані основні засоби й необхідні нематеріальні активи, а також створити достатні розміри страхових запасів по усіх видах оборотних активів, необхідних на початковому етапі діяльності.

У процесі розрахунків у першу чергу визначаються показники мінімального й максимального варіантів потреби в активах, а потім у рамках цих її меж формується необхідна їхня сума. Максимальний варіант потреби в активах може бути використаний згодом для першої стадії розширення підприємства.

При визначенні мінімально необхідної загальної суми активів нового підприємства варто враховувати вимоги чинного законодавства до формування статутного капіталу підприємств різних сфер діяльності (банків, страхових компаній, інвестиційних фондів і компаній тощо) та організаційно-правових форм (акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю). Загальна сума активів, що формуються на цих підприємствах, не може бути нижче мінімального розміру їхнього статутного капіталу, визначеного законодавством.

3. Оптимізація складу операційних активів у майбутньому періоді. Така оптимізація здійснюється послідовно у наступних стадіях.

➤ *На першій стадії* проводиться оптимізація співвідношення сукупних розмірів необоротних і оборотних активів підприємства, що використовуються у процесі його операційної діяльності.

Оптимізація складу необоротних і оборотних активів вимагає врахування галузевих особливостей здійснення операційної діяльності, середньої тривалості операційного циклу на підприємстві, а також оцінки позитивних і негативних особливостей функціонування цих видів активів.

Необоротні операційні активи характеризуються такими позитивними особливостями:

- а) вони практично не піддаються втратам від інфляції, а, отже, краще захищені від неї;
- б) їм властивий менший комерційний ризик втрат у процесі операційної діяльності підприємства; вони практично захищені від несумлінних дій партнерів по операційних комерційних;
- в) ці активи здатні генерувати стабільний прибуток, забезпечуючи випуск різних видів продукції відповідно до кон'юнктури товарного ринку;
- г) вони сприяють запобіганню (або істотному зниженню) втрат запасів товарно-матеріальних цінностей підприємства у процесі їх зберігання;
- д) їм властиві більші резерви істотного розширення обсягу операційної діяльності у період підйому кон'юнктури товарного ринку.

Разом з тим, необоротні активи у процесі операційного використання мають низку недоліків:

- а) вони піддаються моральному зношенню (особливо активна частина виробничих основних засобів і нематеріальні операційні активи), у зв'язку із чим, навіть будучи тимчасово виведеними з експлуатації, ці види активів втрачають свою вартість;

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

- б) ці активи важко піддаються оперативному управлінню, оскільки слабо мінливі у структурі в короткому періоді; у результаті цього будь-який тимчасовий спад кон'юнктури товарного ринку призводить до зниження рівня корисного їхнього використання, якщо підприємство не переходить на випуск інших видів продукції;
- в) у переважній більшості вони відносяться до групи слабо-ліквідних активів і не можуть слугувати засобом забезпечення потоку платежів, що обслуговує операційну діяльність підприємства.

Оборотні активи характеризуються наступними позитивними особливостями:

- а) високим ступенем структурної трансформації, у результаті якої вони легко можуть бути перетворені з одного виду в інший при регулюванні товарного й грошового потоків в операційному процесі;
- б) більшою пристосованістю до змін кон'юнктури товарного й фінансового ринків – вони легко піддаються змінам у процесі диверсифікації операційної діяльності підприємства;
- в) високою ліквідністю; при необхідності значна їхня частина може бути конверсована у грошові активи, необхідні для поточного обслуговування операційної діяльності у нових її варіаціях;
- г) легкістю управління; основні управлінські рішення, які пов'язані з їх оборотом, реалізуються протягом короткого періоду часу.

Разом з тим, їм властиві такі недоліки:

- а) частина оборотних активів, що перебувають у грошовій формі, у формі грошових еквівалентів та у формі поточної дебіторської заборгованості, значним чином піддається втраті вартості у процесі інфляції;
- б) оборотні активи, що тимчасово не використовуються (надлишково сформовані), практично не генерують прибуток (окрім вільних грошових активів, які можуть бути використані у короткострокових фінансових інвестиціях); більш того, зайві запаси товарно-матеріальних цінностей, не тільки не генерують прибуток, але й викликають додаткові операційні витрати по їхньому зберіганню;
- в) запаси оборотних товарно-матеріальних цінностей у всіх їхніх формах піддаються постійним втратам у зв'язку із природним збитком;

г) значна частина оборотних активів піддається ризику втрат у зв'язку із несумлінністю партнерів по господарських операціях, а іноді й персоналу.

Для оцінки результатів оптимізації співвідношення оборотних і необоротних активів використовується показник – коефіцієнт маневреності операційних активів, що розраховується за такою формулою:

$$KM_A = \frac{OA}{A}, \quad (5.3)$$

де KM_A – коефіцієнт маневреності операційних активів підприємства;

OA – сума оборотних активів підприємства;

A – загальна сума усіх сформованих операційних активів підприємства.

➤ *На другій стадії* оптимізується співвідношення активної й пасивної частин необоротних операційних активів. До активної частини необоротних активів відносяться машини, механізми й устаткування, безпосередньо задіяні у виробничому технологічному процесі, а також нематеріальні активи, що обслуговують операційний процес. До пасивної частини необоротних операційних активів відносяться будинки й приміщення, у яких здійснюється операційний процес, а також устаткування, яке використовується у процесі управління операційною діяльністю.

➤ *На третій стадії* оптимізується співвідношення трьох основних видів оборотних активів – запасів товарно-матеріальних цінностей, поточної дебіторської заборгованості, грошових активів та їхніх еквівалентів.

Оптимізація внутрішнього складу необоротних і оборотних активів підприємства базується на результатах розрахунку окремих їхніх видів.

4. Вибір найбільш прогресивних видів операційних активів у процесі задоволення потреби в них. Такий вибір здійснюється на основі порівняльної оцінки їхніх функціональних аналогів за критеріями продуктивності, технологічності й надійності (по необоротних операційних активах), а також якості (по запасах товарно-матеріальних цінностей).

Глава 6

УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ
АКТИВАМИ

**6.1. Склад оборотних активів підприємства
та особливості фінансового управління ними**

Управління оборотними активами – найбільш вагома частина операцій загального управління фінансами. Це пов'язано зі значною кількістю елементів їх внутрішнього матеріально-речового фінансового складу, що вимагають індивідуалізації управління; високою динамікою трансформації їхніх видів; пріоритетною роллю у забезпеченні платоспроможності, рентабельності та інших цільових результатів операційної діяльності підприємства.

Цілеспрямоване управління оборотними активами підприємства визначає необхідність попередньої їхньої класифікації. З позицій фінансового менеджменту ця класифікація оборотних активів будується за такими основними ознаками (рис. 6.1).

1. За характером фінансових джерел формування виділяють валові, чисті і власні оборотні активи:

а) *валові оборотні активи* характеризують загальний їх обсяг, сформований за рахунок як власного, так і позикового капіталу;

б) *чисті оборотні активи* (або чистий робочий капітал) характеризує ту частину їхнього обсягу, що сформована за рахунок власного і довгострокового позикового капіталу.

Суму чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) розраховують за такою формулою:

$$\text{ЧОА} = \text{ОА} - \text{ПФЗ}, \quad (6.1)$$

де ЧОА – сума чистих оборотних активів підприємства;
ОА – сума валових оборотних активів підприємства;
ПФЗ – короткострокові (поточні) фінансові зобов'язання підприємства;

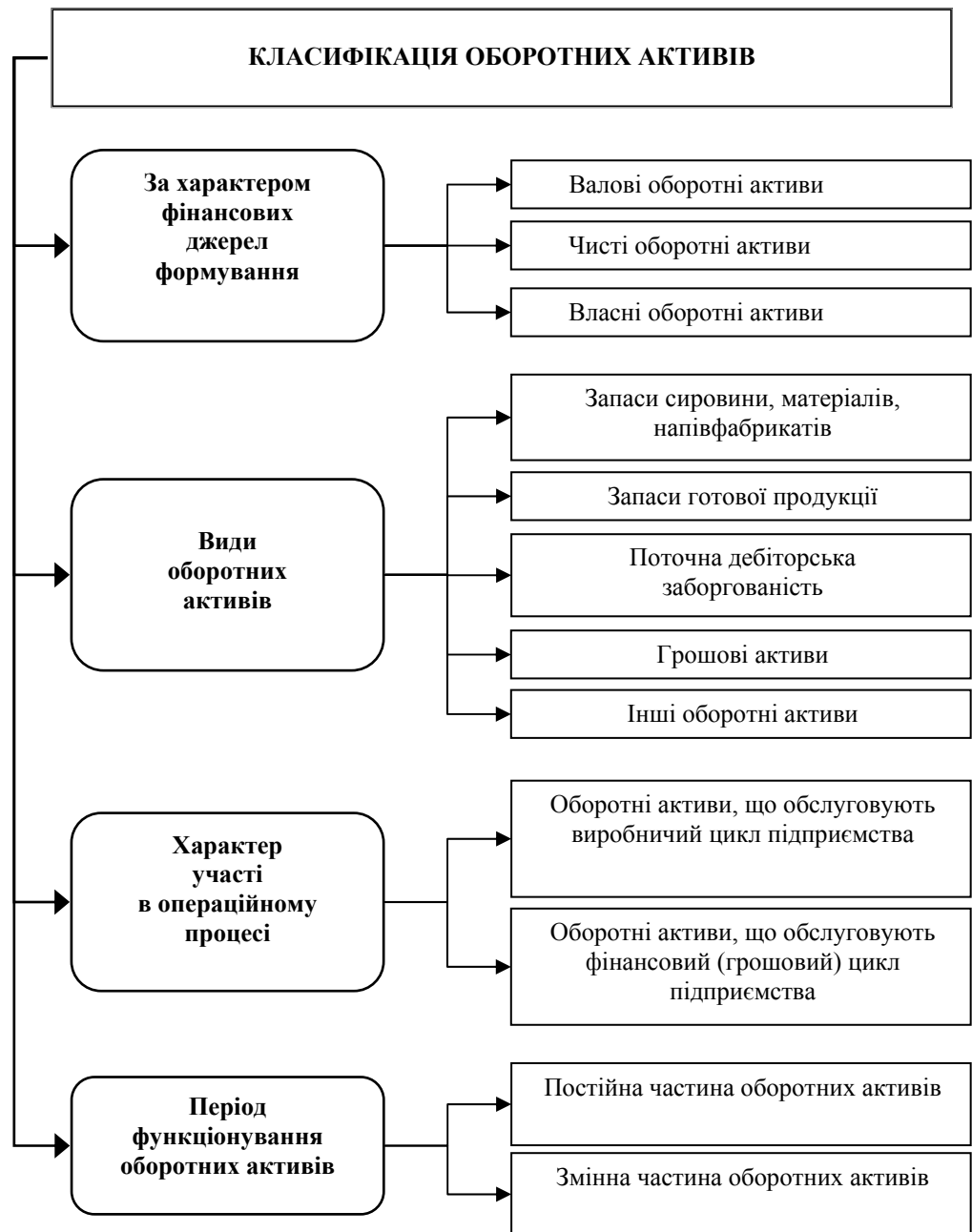


Рис. 6.1. Класифікація оборотних активів підприємства за основними ознаками

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

в) *власні оборотні активи* характеризують ту їх частину, що сформована за рахунок власного капіталу підприємства.

Суму власних оборотних активів підприємства розраховують за формулою:

$$\text{ВОА} = \text{ОА} - \text{ДПК} - \text{ПФЗ}, \quad (6.2)$$

де ВОА – сума власних оборотних активів підприємства;

ОА – сума валових оборотних активів підприємства;

ДПК – довгостроковий позиковий капітал, інвестований в оборотні активи підприємства;

ПФЗ – поточні фінансові зобов'язання підприємства.

Якщо підприємство не використовує довгостроковий позиковий капітал для фінансування оборотних коштів, то суми власних і чистих оборотних активів є рівними.

2. Види оборотних активів. За цією ознакою вони класифікуються у практиці фінансового менеджменту в такий спосіб:

а) *запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів*. Цей вид оборотних активів характеризує обсяг їх вхідних матеріальних потоків у формі запасів, що забезпечують виробничу діяльність підприємства;

б) *запаси готової продукції*. Цей вид оборотних активів характеризує обсяг їх вихідних матеріальних потоків у формі виготовленої продукції, призначеної до реалізації. У практиці фінансового менеджменту до цього виду оборотних активів відносять, як правило, обсяг незавершеного виробництва (з оцінкою коефіцієнта його завершеності за окремими видами продукції у цілому). При значному обсязі й тривалості циклу незавершеного виробництва його виділяють у процесі фінансового менеджменту в окремий вид оборотних активів;

в) *поточна дебіторська заборгованість*. Вона характеризує суму заборгованості на користь підприємства, що представлена фінансовими зобов'язаннями юридичних і фізичних осіб за розрахунками за товари, роботи, послуги, видані аванси тощо;

г) *грошові активи*. У сучасній практиці фінансового менеджменту до них відносять не тільки залишки коштів у національній та іноземній валюті (у всіх їхніх формах), але й короткострокові високоліквідні фінансові інвестиції, що вільно конверсуються у грошові кошти і характеризуються незначним ризиком зміни вартості;

д) *інші оборотні активи*. До них відносяться оборотні активи, які не включено до складу розглянутих вище їхніх видів, якщо вони відбиваються у загальній їх сумі.

3. Характер участі в операційному процесі. Відповідно, до цієї ознаки оборотні активи диференціюються у такий спосіб:

а) *оборотні активи, що обслуговують виробничий цикл підприємства* (вони є сукупністю оборотних активів підприємства у формі запасів сировини, матеріалів і напівфабрикатів, обсягу незавершеної продукції й запасів готової продукції);

б) *оборотні активи, що обслуговують фінансовий (грошовий) цикл підприємства* (вони є сукупністю усіх товарно-матеріальних запасів і суми поточної дебіторської заборгованості за винятком суми кредиторської заборгованості).

Більш докладно диференціація оборотних активів за цією ознакою буде розглянута при характеристиці виробничого і фінансового (грошового) циклів підприємства.

4. Період функціонування оборотних активів. За цією ознакою виділяють наступні їхні види:

а) *постійна частина оборотних активів*. Вона є незмінною частиною їхнього розміру, що не залежить від сезонних та інших коливань операційної діяльності підприємства і не пов'язана з формуванням запасів товарно-матеріальних цінностей сезонного зберігання, дострокового завезення й цільового призначення. Іншими словами, вона розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення операційної діяльності;

б) *змінна частина оборотних активів*. Це та їх частина, що варіює, пов'язана із сезонним зростанням обсягу виробництва й реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди господарської діяльності підприємства запасів товарно-матеріальних цінностей сезонного зберігання, дострокового завезення і цільового призначення. У складі цього виду оборотних активів виділяють зазвичай максимальну й середню їхню частину.

Класифікація оборотних активів підприємства не обмежується перерахованими вище основними ознаками. Вона буде доповнена у процесі подальшого викладу питань управління оборотними активами.

Управління оборотними активами підприємства пов'язане з конкретними особливостями формування його операційного циклу. **Операційний цикл – період повного обороту усієї суми оборотних активів, у процесі якого відбувається зміна окремих їхніх видів.** Він

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

характеризує проміжок часу між придбанням виробничих запасів та отриманням коштів від реалізації виготовленої з них продукції. Постійний процес кругообороту розглянутих активів представлений на рис. 6.2.

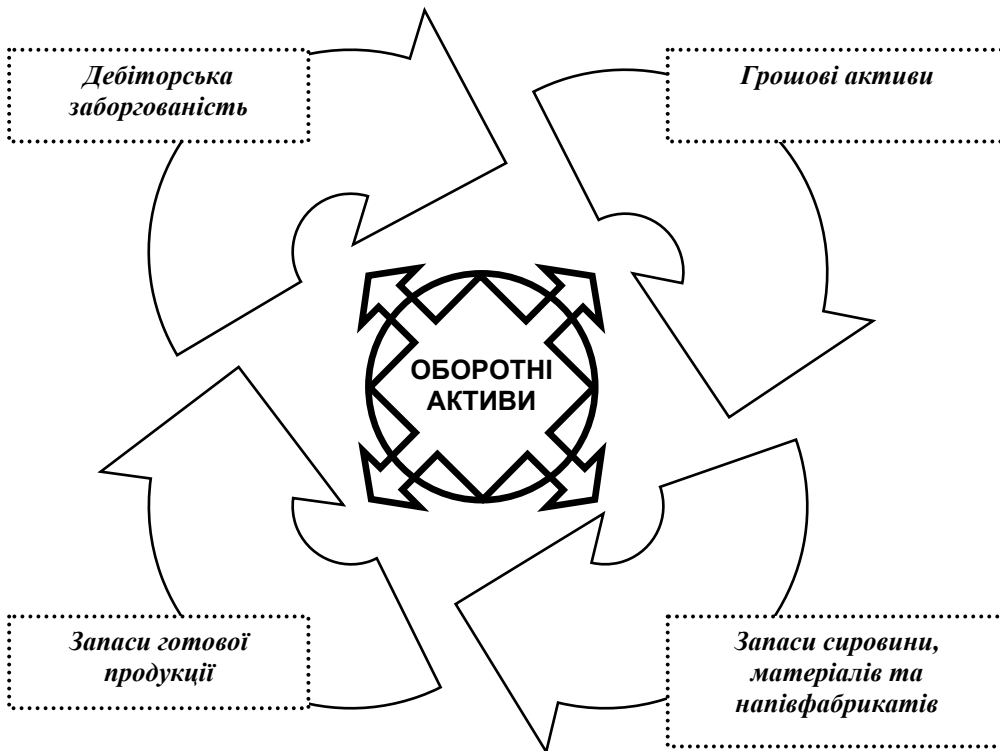


Рис. 6.2. Характеристика руху оборотних активів у процесі їхнього кругообороту

Як видно з наведеного рисунка, рух оборотних активів підприємства у процесі їх кругообороту проходить чотири основних стадії, послідовно змінюючи свої форми.

- На першій стадії грошові активи (включаючи їх еквіваленти у формі короткострокових фінансових інвестицій) використовуються для придбання сировини й матеріалів, тобто вхідних запасів матеріальних оборотних активів.

- На *другій стадії* вхідні запаси матеріальних оборотних активів у результаті безпосередньої виробничої діяльності перетворюються у запаси готової продукції.

- На *третьій стадії* запаси готової продукції реалізуються споживачам і до настання їх оплати перетворюються у поточну дебіторську заборгованість.

- На *четвертій стадії* інкасована (тобто оплачена) поточна дебіторська заборгованість знову перетворюється у грошові активи (частина яких до їхнього виробничого використання може зберігатися у формі високоліквідних короткострокових фінансових інвестицій).

Найважливішою характеристикою операційного циклу, що істотно впливає на обсяг, структуру та ефективність використання оборотних активів, є його тривалість. Вона включає період часу від моменту витрачання підприємством коштів на придбання вхідних запасів матеріальних оборотних активів до надходження грошей від дебіторів за реалізовану ним продукцію.

Принципова формула, за якою розраховується тривалість операційного циклу підприємства, має вигляд:

$$\text{ТОЦ} = \text{ТО}_{\text{МЗ}} + \text{ТО}_{\text{ГП}} + \text{ТО}_{\text{ДЗ}}, \quad (6.3)$$

де ТОЦ – тривалість операційного циклу підприємства, у днях;

$\text{ТО}_{\text{МЗ}}$ – тривалість обороту запасів сировини, матеріалів та інших матеріальних факторів виробництва у складі оборотних активів, у днях;

$\text{ТО}_{\text{ГП}}$ – тривалість обороту запасів готової продукції, у днях;

$\text{ТО}_{\text{ДЗ}}$ – тривалість інкасації поточної дебіторської заборгованості, у днях.

У процесі управління оборотними активами у межах операційного циклу виділяють дві основні його складові: 1) виробничий цикл підприємства; 2) фінансовий цикл (або цикл грошового обігу) підприємства.

Виробничий цикл підприємства характеризує період повного обороту матеріальних елементів оборотних активів, які використовуються для обслуговування виробничого процесу, починаючи з моменту надходження сировини, матеріалів та напівфабрикатів на підприємство і закінчуючи моментом відвантаження виготовленої з них готової продукції покупцям.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Тривалість виробничого циклу підприємства визначається за такою формулою:

$$\text{ТВЦ} = \text{ПО}_{\text{см}} + \text{ПО}_{\text{нв}} + \text{ПО}_{\text{гп}}, \quad (6.4)$$

- де
- ТВЦ – тривалість виробничого циклу підприємства, у днях;
 - ПО_{см} – період обороту середнього запасу сировини, матеріалів і напівфабрикатів, у днях;
 - ПО_{нв} – період обороту середнього обсягу незавершеного виробництва, у днях;
 - ПО_{гп} – період обороту середнього запасу готової продукції, у днях.

Фінансовий цикл (цикл грошового обігу) підприємства – це період часу між початком оплати постачальникам отриманих від них сировини й матеріалів (погашення кредиторської заборгованості) і початком надходження коштів від покупців за поставлену їм продукцію (погашення дебіторської заборгованості).

Тривалість фінансового циклу (або циклу грошового обігу) підприємства визначається за такою формулою:

$$\text{ТФЦ} = \text{ТВЦ} + \text{ПО}_{\text{дз}} - \text{ПО}_{\text{зв}}, \quad (6.5)$$

- де
- ТФЦ – тривалість фінансового циклу (циклу грошового обороту) підприємства, у днях;
 - ТВЦ – тривалість виробничого циклу підприємства, у днях;
 - ПО_{дз} – середній період обороту поточної дебіторської заборгованості, у днях;
 - ПО_{зв} – середній період обороту поточної кредиторської заборгованості, у днях.

Між тривалістю виробничого й фінансового циклів підприємства існує тісний взаємозв'язок, графічно представлений на рис. 6.3.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 6.3. Схема взаємозв'язку виробничого й фінансового циклів

Значний обсяг фінансових ресурсів, які інвестуються в оборотні активи, різноманіття їхніх видів і конкретних різновидів, визначальна роль у прискоренні обороту капіталу й забезпеченні постійної платоспроможності, а також ряд інших умов, визначають складність завдань, які пов'язані з управлінням оборотними активами. Комплекс цих завдань і механізми їх реалізації отримують відбиття у послідовному управлінні оборотними активами підприємства. Головне завдання цього управління полягає у формуванні необхідного обсягу, оптимізації складу й забезпеченні ефективного використання оборотних активів підприємства.

Управління оборотними активами підприємства здійснюється за такими основними етапами (рис. 6.4).

1. Аналіз оборотних активів підприємства у попередньому періоді. Основною метою цього аналізу є визначення рівня забезпеченості підприємства оборотними активами і виявлення резервів підвищення ефективності їхнього функціонування.

- *На першій стадії аналізу розглядається динаміка загального обсягу оборотних активів, які використовуються підприємством, – темпи зміни їх середньої суми у зіставленні з темпами зміни обсягу реалізації продукції й середньої суми усіх активів; динаміка питомої ваги оборотних активів у загальній сумі активів підприємства.*

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

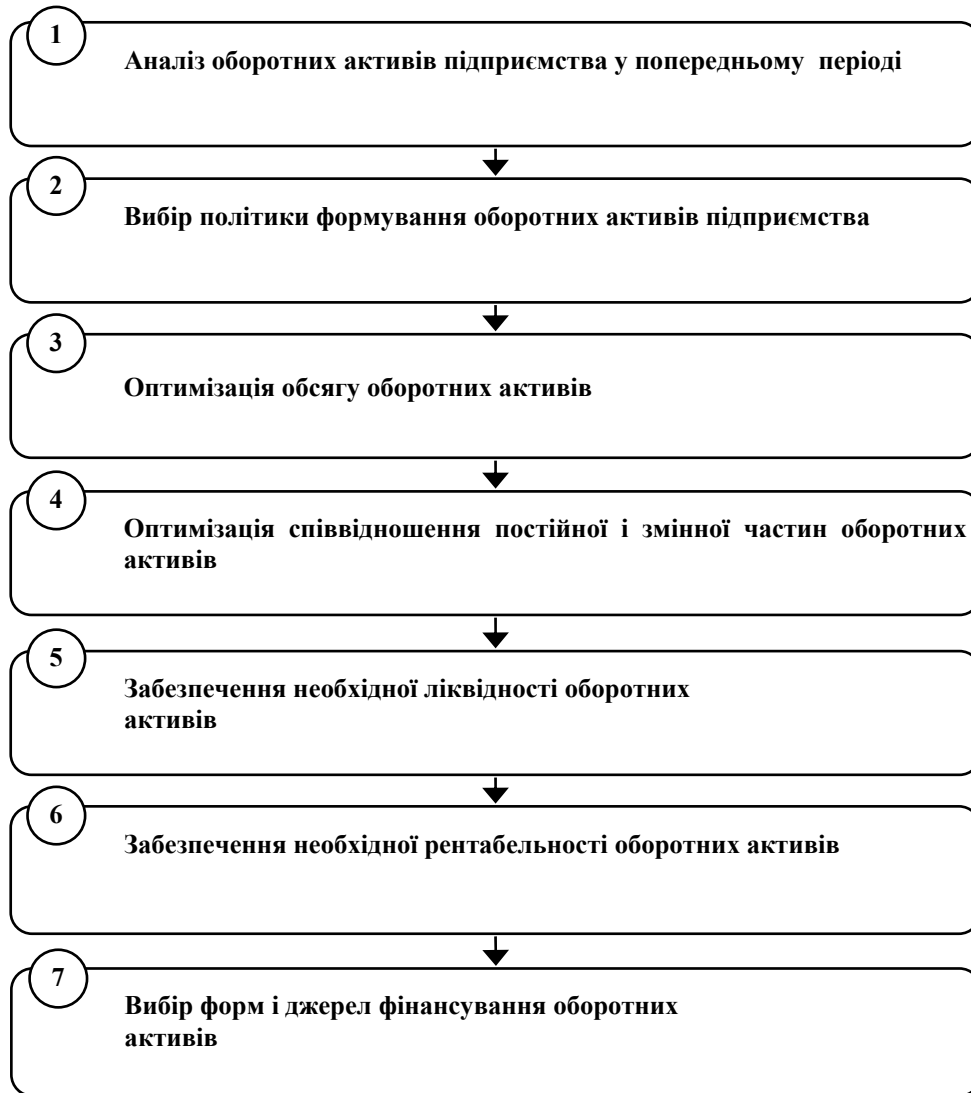


Рис. 6.4. Основні етапи управління оборотними активами підприємства

- На другій стадії аналізу розглядається динаміка складу оборотних активів підприємства у розрізі їх основних видів – запасів сировини, матеріалів і напівфабрикатів; запасів готової продукції; поточної дебіторської заборгованості; залишків грошових активів та їхніх еквівалентів. У процесі цієї стадії аналізу розраховуються й вивчаються

темпи зміни суми кожних цих видів оборотних активів у зіставленні з темпами зміни обсягу виробництва та реалізації продукції; розглядається динаміка питомої ваги основних видів оборотних активів у загальній їхній сумі. Аналіз складу оборотних активів підприємства за їх окремими видами дозволяє оцінити рівень їхньої ліквідності.

- *На третій стадії аналізу* вивчається оборотність окремих видів оборотних активів та їх загальної суми. Цей аналіз проводиться з використанням показників – коефіцієнта оборотності й періоду обороту оборотних активів. У процесі аналізу встановлюється загальна тривалість і структура операційного, виробничого й фінансового циклів підприємства; досліджуються основні фактори, що визначають тривалість цих циклів.

- *На четвертій стадії аналізу* визначається рентабельність оборотних активів, досліджуються її основні фактори. У процесі аналізу використовуються коефіцієнт рентабельності оборотних активів, а також Модель Дюпона, яка стосовно цього виду активів має вигляд:

$$P_{OA} = P_{PP} \cdot O_{OA}, \quad (6.6)$$

де P_{OA} – рентабельність оборотних активів;
 P_{PP} – рентабельність реалізації продукції;
 O_{OA} – оборотність оборотних активів.

- *На п'ятій стадії аналізу* розглядається склад основних джерел фінансування оборотних активів – динаміка їхньої суми й питомої ваги у загальному обсязі фінансових ресурсів, інвестованих у ці активи; визначається рівень фінансового ризику, який генерується сформованою структурою джерел фінансування оборотних активів.

Результати проведеного аналізу дозволяють визначити загальний рівень ефективності управління оборотними активами на підприємстві й виявити основні напрями його підвищення у майбутньому періоді.

2. Вибір політики формування оборотних активів підприємства. Така політика має відбивати загальну філософію фінансового управління підприємством з позицій прийнятого співвідношення рівня прибутковості й ризику фінансової діяльності.

Теорія фінансового менеджменту розглядає три принципових підходи до політики формування оборотних активів підприємства – консервативний, помірний і агресивний.

❖ *Консервативний підхід до формування оборотних активів* передбачає не тільки повне задоволення поточної потреби у всіх їхніх видах, що забезпечує нормальний хід операційної діяльності, але й створення високих обсягів їх резервів на випадок непередбачених складностей у забезпеченні підприємства сировиною й матеріалами, погіршення внутрішніх умов виробництва продукції, затримки інкасації дебіторської заборгованості, активізації попиту покупців тощо. Такий підхід гарантує мінімізацію комерційних і фінансових ризиків, але негативно позначається на ефективності використання оборотних активів – їхньої оборотності і рівні рентабельності.

❖ *Помірний підхід до формування оборотних активів* спрямований на забезпечення повного задоволення поточної потреби у всіх їхніх видах і створення нормальних їх страхових розмірів на випадок найбільш типових збоїв у ході операційної діяльності підприємства. При такому підході забезпечується середнє для реальних господарських умов співвідношення між рівнем ризику й рівнем ефективності використання оборотних активів.

❖ *Агресивний підхід до формування оборотних активів* полягає у мінімізації усіх форм страхових резервів за окремими видами цих активів. При відсутності збоїв у ході операційної діяльності такий підхід до формування оборотних активів забезпечує найбільш високий рівень ефективності їхнього використання. Однак будь-які збої у здійсненні нормальної операційної діяльності, що виникають у результаті дії внутрішніх або зовнішніх факторів, призводять до істотних фінансових втрат із-за скорочення обсягу виробництва й реалізації продукції.

Таким чином, обрані принципові підходи до формування оборотних активів підприємства (або тип політики їхнього формування), відбиваючи різні співвідношення рівня ефективності їх використання й ризику, в остаточному підсумку визначають суму цих активів та їхній рівень стосовно обсягу операційної діяльності.

3. Оптимізація обсягу оборотних активів. Така оптимізація має виходити з обраного типу політики формування оборотних активів, забезпечуючи заданий рівень співвідношення ефективності їхнього використання й ризику. Процес оптимізації обсягу оборотних активів на цьому етапі управління ними складається з трьох основних стадій.

- *На першій стадії*, з урахуванням результатів аналізу оборотних активів у попередньому періоді, визначається система заходів щодо реалізації резервів, спрямованих на скорочення тривалості операційного, а у його рамках – виробничого й фінансового циклів підприємства. При цьому скорочення тривалості окремих циклів не повинно призводити до зниження обсягів виробництва й реалізації продукції.

• *На другій стадії* на основі обраного типу політики формування оборотних активів, планованого обсягу виробництва та реалізації окремих видів продукції і розкритих резервів скорочення тривалості операційного циклу (у розрізі окремих його стадій) оптимізується обсяг і рівень окремих видів цих активів. Засобами такої оптимізації виступає нормування періоду їх обороту й суми.

• *На третій стадії* визначається загальний обсяг оборотних активів підприємства на майбутній період:

$$OA_M = 3C_M + 3GP_M + DZ_M + GA_M + IOA_M, \quad (6.7)$$

де OA_M – загальний обсяг оборотних активів підприємства на кінець майбутнього періоду;

$3C_M$ – сума запасів сировини й матеріалів на кінець майбутнього періоду;

$3GP_M$ – сума запасів готової продукції на кінець майбутнього періоду (із включенням до її складу перерахованого обсягу незавершеного виробництва);

DZ_M – сума поточної дебіторської заборгованості на кінець майбутнього періоду;

GA_M – сума грошових активів на кінець майбутнього періоду;

IOA_M – сума інших оборотних активів на кінець майбутнього періоду.

4. Оптимізація співвідношення постійної і змінної частин оборотних активів. Потреба в окремих видах оборотних активів та їхня сума у цілому істотно коливається залежно від сезонних та інших особливостей здійснення операційної діяльності. Так, на підприємствах ряду галузей агропромислового сектора економіки закупівля сировини здійснюються лише протягом певних сезонів, що визначає підвищену потребу в оборотних активах у цей період у формі запасів цієї сировини. На підприємствах окремих галузей є можливість переробки сировини лише протягом «сезону переробки» з наступною рівномірною реалізацією продукції, що визначає у такі періоди підвищену потребу в оборотних активах у формі запасів готової продукції. Коливання у розмірах потреби в окремих видах оборотних активів можуть викликатися і сезонними особливостями попиту на продукцію підприємства. Саме тому у процесі управління оборотними активами варто визначати їхню сезонну (або іншу циклічну) складову, яка є різницею між максимальною й мінімальною потребою у них протягом року.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Процес оптимізації співвідношення постійної і змінної частин оборотних активів здійснюється у такі стадії:

- *На першій стадії* за результатами аналізу помісячної динаміки рівня оборотних активів у днях обороту чи суми за декілька попередніх років будується графік їхньої середньої «сезонної хвилі» (рис. 6.5).

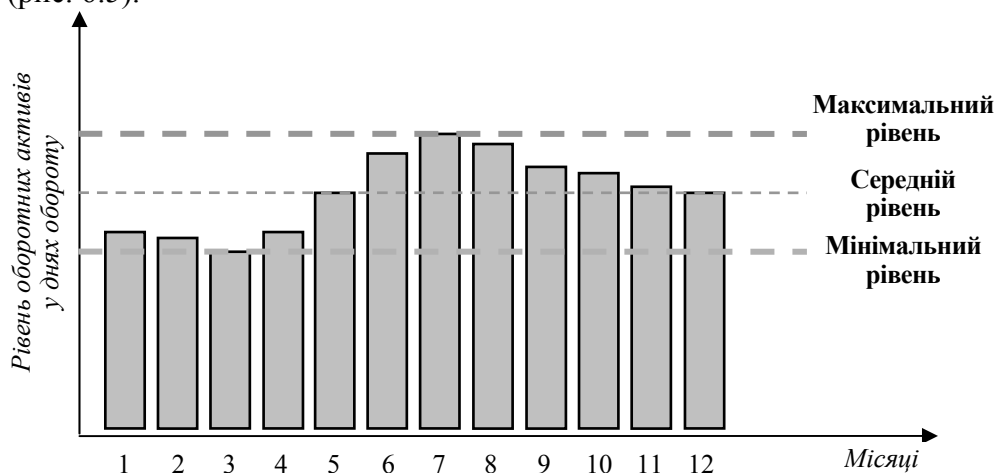


Рис. 6.5. Графік «сезонної хвилі» рівня оборотних активів підприємства протягом року

В окремих випадках він може бути конкретизований у розрізі окремих видів оборотних активів.

- *На другій стадії* за результатами графіка «сезонної хвилі» розраховуються коефіцієнти нерівномірності (мінімального й максимального рівнів) оборотних активів по відношенню до їхнього середнього рівня.

- *На третій стадії* визначається сума постійної частини оборотних активів за такою формулою:

$$OA_{\text{пост}} = \overline{OA_M} \cdot K^{MIN}, \quad (6.8)$$

де $OA_{\text{пост}}$ — сума постійної частини оборотних активів у майбутньому періоді;
 $\overline{OA_M}$ — середня сума оборотних активів підприємства у майбутньому періоді;
 K^{MIN} — коефіцієнт мінімального рівня оборотних активів.

• На четвертій стадії визначається максимальна й середня сума змінної частини оборотних активів у майбутньому періоді. Ці розрахунки здійснюються за такими формулами:

$$\begin{aligned} OA_3^{MAX} &= \overline{OA_M} \cdot (K^{MAX} - K^{MIN}); \\ \overline{OA_M} &= \frac{\overline{OA_M} \cdot (K^{MAX} - K^{MIN})}{2} = \frac{OA_M^{MAX} - OA_{ПОСТ}}{2}, \end{aligned} \quad (6.9)$$

де OA_3^{MAX} – максимальна сума змінної частини оборотних активів у майбутньому періоді;
 $\overline{OA_M}$ – середня сума оборотних активів підприємства у майбутньому періоді;
 $OA_{ПОСТ}$ – сума постійної частини оборотних активів у майбутньому періоді;
 K^{MAX} – коефіцієнт максимального рівня оборотних активів;
 K^{MIN} – коефіцієнт мінімального рівня оборотних активів.

Співвідношення постійної і змінної частин оборотних активів є основою управління їхньою оборотністю та вибору конкретних джерел їх фінансування.

5. Забезпечення необхідної ліквідності оборотних активів.

Хоча усі види оборотних активів, так чи інакше, є ліквідними (окрім безнадійної дебіторської заборгованості), загальний рівень їхньої термінової ліквідності має забезпечувати необхідний рівень платоспроможності підприємства за поточними (особливо невідкладним) фінансовими зобов'язаннями. Задля цього, з урахуванням обсягу й графіка майбутнього платіжного обороту, має бути визначена частка оборотних активів у формі грошових коштів, високо- і середньоліквідних активів.

6. Забезпечення необхідної рентабельності оборотних активів.

Як і будь-який вид активів, оборотні активи мають генерувати певний прибуток при їхньому використанні в операційній діяльності підприємства. Разом з тим, окремі види оборотних активів здатні приносити підприємству прямий дохід у процесі фінансової діяльності у формі відсотків і дивідендів (короткострокові фінансові інвестиції, що є еквівалентами грошових коштів). Саме тому складовою управління оборотними активами є забезпечення своєчасного використання тимчасово вільного залишку грошових активів для формування ефективного портфеля короткострокових фінансових інвестицій, що виступають у формі їхніх еквівалентів.

7. Вибір форм і джерел фінансування оборотних активів. Цей етап управління оборотними активами забезпечує вибір політики їхнього фінансування на підприємстві та оптимізацію структури його джерел. Докладно ці питання викладаються у спеціальному розділі.

У процесі управління оборотними активами на підприємстві розробляються окремі фінансові нормативи, які використовуються для контролю ефективності їхнього формування й функціонування. Основними з таких нормативів є:

- норматив власних оборотних активів підприємства;
- система нормативів оборотності основних видів оборотних активів і тривалості операційного циклу у цілому;
- система коефіцієнтів ліквідності оборотних активів.

Цілі й характер використання окремих видів оборотних активів мають істотні відмітні риси. Тож на підприємствах з більшим обсягом використовуваних оборотних активів управління ними деталізується у розрізі їх основних видів.

6.2. Управління запасами

Управління запасами спрямоване на забезпечення безперебійного здійснення процесу виробництва та реалізації продукції і мінімізацію поточних витрат по їхньому обслуговуванню на підприємстві. Ефективне управління запасами дозволяє знизити тривалість виробничого й усього операційного циклу, зменшити рівень поточних витрат на їх зберігання, знизити рівень трансакційних витрат по їхній закупівлі, вивільнити з поточного господарського обороту частину фінансових засобів, реінвестуючи їх в інші активи.

Управління запасами охоплює низку етапів робіт, що послідовно виконуються. Основними з них є (рис. 6.6):

1. Аналіз запасів товарно-матеріальних цінностей у попередньому періоді. Основним завданням цього аналізу є виявлення рівня забезпеченості виробництва та реалізації продукції відповідними запасами товарно-матеріальних цінностей у попередньому періоді й оцінка ефективності їхнього використання. Аналіз проводиться у розрізі основних видів запасів.

• *На першій стадії аналізу розглядаються показники загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей – темпи її динаміки, питома вага в обсязі оборотних активів тощо.*

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

• *На другій стадії аналізу* вивчається структура запасів у розрізі їхніх видів та основних груп, виявляються сезонні коливання їх обсягів.

• *На третій стадії аналізу* вивчається ефективність використання різних видів і груп запасів, а також їхнього обсягу у цілому, що характеризується показниками їх оборотності й рентабельності.

Окрім стандартних показників ефективності, також здійснюється дослідження структури та ефективності формування запасів на основі оцінки портфеля запасів. З цією метою можуть бути використані методи, представлені у табл. 6.1.

Таблиця 6.1

Коротка характеристика найбільш поширених методичних підходів аналізу і планування портфеля запасів підприємства

Методи	Основний критерій (критерії)	Коротка характеристика
Класичний ABC-аналіз	Частка товару у виручці	Запаси поділяються на групи залежно від їх частки у забезпеченні виручки: А – запаси, що забезпечують 50% виручки; В – запаси, які забезпечують 30% виручки; С – запаси, що забезпечують 20% виручки. При плануванні портфеля запасів бажаним є збільшення у його структурі позицій А і В та обмеження товарів групи С. Складність контрольних заходів також диференціюється за групами запасів
Розширений ABC-аналіз	Частка товару у виручці, рівень рентабельності	Дозволяє виокремити 9 груп запасів з різною комбінацією частки у виручці та рівнем рентабельності. При плануванні портфеля орієнтуються на першочергове включення позицій, що характеризуються високим і середнім рівнем участі у виручці та рентабельності. Для таких груп застосовуються більш складні методи планування й форми контролю запасів
XYZ-аналіз	Коефіцієнт варіації по групі запасів	Виокремлюються три групи запасів залежно від стабільності їх реалізації: Х – запаси, що характеризуються стабільністю попиту (коефіцієнт варіації нижче 10%); Y – запаси, які характеризуються середнім коливанням попиту (коефіцієнт варіації від 10 до 25%); Z – запаси з нерегулярним споживанням (коефіцієнт варіації вище 25%)

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Закінчення табл. 6.1

Методи	Основний критерій (критерії)	Коротка характеристика
Сумісний ABC і XYZ-аналіз	Частка у виручці, коефіцієнт варіації	Дозволяє виокремити дев'ять груп запасів залежно від їхньої участі у формуванні виручки та стабільності реалізації
Матриця бостонської консалтингової групи (BCG)	Темп зростання обсягів реалізації, частка ринку	Виокремлює чотири типи запасів: «зірки», «собаки», «важкі діти / знак питання», «дійні корови» залежно від їхньої участі у забезпеченні виручки та потенціалу його зростання. Збалансування портфеля передбачає формування такої його структури, у якій достатньо представлени запаси, що генерують виручку і є джерелом фінансування перспективних товарів, тобто оптимізується склад портфеля залежно від перспектив росту та необхідного обсягу виручки у найближчому періоді (можлива трансформація критеріїв у темп зростання виручки до попереднього періоду, частка запасу у виручці)
Метод Дібба-Сімкіна	Обсяг виручки, участь у покритті (маржинальний дохід)	Виокремлює 4 групи запасів залежно від обсягів виручки та маржинального доходу: А – товари з високим обсягом виручки та участю у покритті витрат; В1 – товари з високим обсягом виручки та недостатньою участю у покритті витрат; В2 – запаси з низькою виручкою і високою участю у покритті витрат; С – проблемні запаси з низьким обсягом реалізації та несуттєвою участю у покритті витрат. При формуванні портфеля перевага віддається запасам групи А, включення запасів груп В1 та В2 супроводжується пошуком резервів зростання їхнього маржинального доходу та обсягу реалізації відповідно
Модель Efficient Consumer Response	Попит на запаси	Ґрунтується на вивченні попиту і формуванні портфеля, виходячи з переваг споживачів. У структурі портфеля виокремлюється 5 груп товарів: пріоритетна, зручна, базова, унікальна, періодична (сезонна)

• На четвертій стадії аналізу вивчаються обсяг і структура поточних витрат по обслуговуванню запасів у розрізі окремих видів цих витрат.

2. Визначення цілей формування запасів. Запаси товарно-матеріальних цінностей, що включають до складу оборотних активів, можуть створюватися на підприємстві з різними цілями:

- а) забезпечення поточної виробничої діяльності (поточні запаси сировини і матеріалів);
- б) забезпечення поточної збутової діяльності (поточні запаси готової продукції);
- в) нагромадження сезонних запасів, що забезпечують господарський процес у майбутньому періоді (сезонні запаси сировини, матеріалів і готової продукції) тощо.

У процесі управління запасами вони відповідним чином класифікуються для забезпечення наступної диференціації методів управління ними. Так, при класифікації запасів за їх видами можуть бути виділені:

- ❖ сировина, основні й допоміжні матеріали, що комплектують вироби та інші матеріальні цінності, призначені для виробництва продукції, виконання робіт, надання послуг, обслуговування виробництва й адміністративних потреб;
- ❖ незавершене виробництво у вигляді незакінчених обробкою і зборкою деталей, вузлів, виробів та незавершених технологічних процесів;
- ❖ готова продукція, виготовлена на підприємстві й призначена для продажу;
- ❖ товари у вигляді матеріальних цінностей, придбані (отримані) з метою подальшого продажу;
- ❖ малоцінні і швидкозношувані предмети, які використовуються протягом не більше одного року (або нормального операційного циклу, якщо його тривалість перевищує один рік);
- ❖ інші запаси матеріальних цінностей, які входять до складу оборотних активів.

3. Оптимізація розміру основних груп поточних запасів. Така оптимізація пов'язана з попереднім поділом усієї сукупності запасів товарно-матеріальних цінностей на два основних види – виробничі (запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів) та запаси готової продукції. У розрізі кожного із цих видів виділяються запаси поточного зберігання – частина запасів, яка постійно оновлюється; сформовані на регулярній основі й такі, що рівномірно споживаються у процесі виробництва продукції або її реалізації покупцям.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

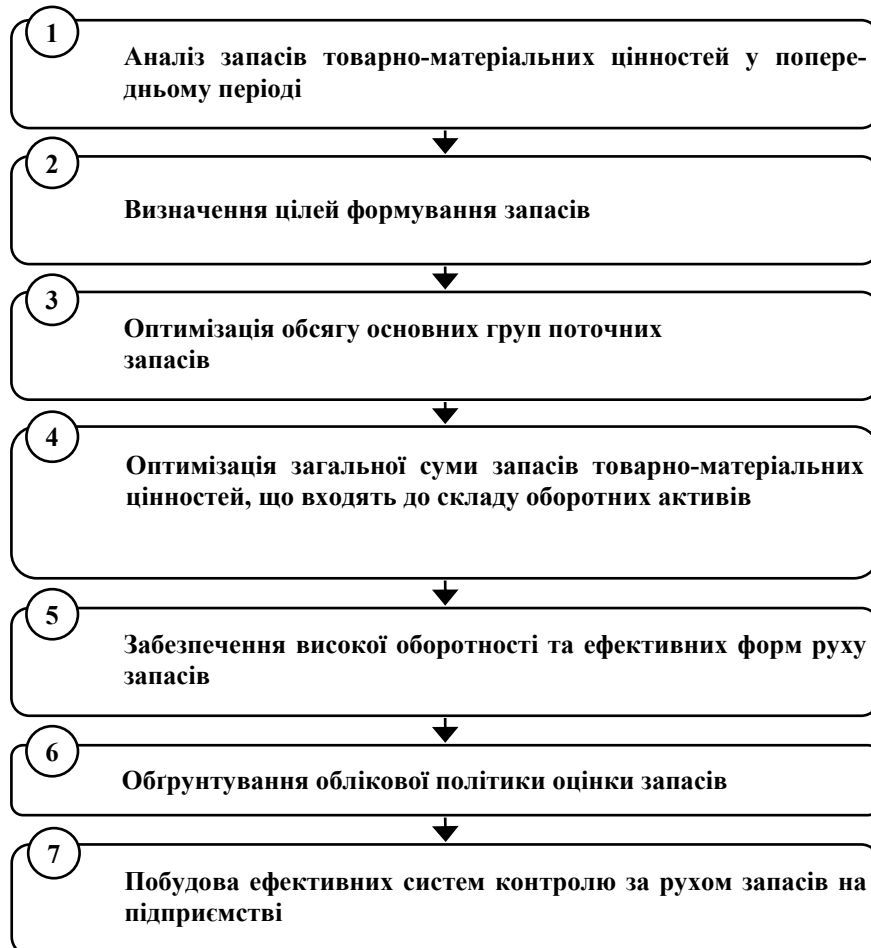


Рис. 6.6. Основні етапи управління запасами на підприємстві

Для визначення планового обсягу окремих груп запасів може використовуватися низка методів.

1. Метод техніко-економічних розрахунків. Передбачає визначення потреби у запасах шляхом множення одноденних витрат матеріальних цінностей за цінами придбання на норму виробничих запасів у днях:

$$Пвз = ОВМ \cdot Нвз, \quad (6.10)$$

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

де $P_{вз}$ – потреба у виробничих запасах, тис. грн;
 $O_{вм}$ – одноденні витрати матеріальних цінностей, тис. грн;
 $H_{вз}$ – норма виробничих запасів, дні.

Важливою і найбільш складною частиною роботи при плануванні виробничих запасів таким методом є встановлення оптимальної норми виробничих запасів у днях, яка залежить від частоти надходження матеріальних цінностей, часу на транспортування та на підготовку їх до виробництва. Саме тому для розрахунку норми виробничих запасів у днях визначають її окремі частини:

- *поточний запас* – це час перебування сировини, матеріалів, комплектуючих на складах. Він встановлюється у розмірі 50% від середньозваженого інтервалу між поставками окремих видів сировини. Для забезпечення обґрунтованості розрахунків аналізуються фактичні дані про періодичність їх поставок за попередні 1–2 роки;
- *страховий (резервний) запас*, який оцінюється на основі дослідження існуючої практики збоїв у поставках. При відсутності інформації про певні відхилення у графіках постачання його розмір оцінюється на рівні 50% від поточного запасу;
- *транспортний запас* – представляє перевищення часу перебування матеріальних цінностей у дорозі над часом, необхідним для проведення грошових розрахунків;
- *підготовчий запас* – час, необхідний для прийняття, розвантаження, сортування, підготовку до виробництва тощо.

Отже, норма виробничих запасів визначається наступним чином:

$$H_{вз} = PЗ + СЗ + ТЗ + ПЗ, \quad (6.11)$$

де $H_{вз}$ – норма виробничих запасів, дні;
 $PЗ$ – поточний запас, дні;
 $СЗ$ – страховий запас, дні;
 $ТЗ$ – транспортний запас, дні;
 $ПЗ$ – підготовчий запас, дні.

Найбільш трудомістким при обґрунтуванні потреби у виробничих запасах на основі їхнього нормування є обчислення інтервалу між поставками матеріальних цінностей, який покладено в основу розрахунку найважливіших частин норм запасу у днях. Якщо надходження є регулярними і сировина споживається щоденно й рівномірно, то середній інтервал між поставками визначають діленням кількості днів у періоді на кількість поставок з урахуванням термінів, що співпадають за надходженнями від різних постачальників.

2. Економіко-математичні методи. Для оптимізації обсягу поточних запасів товарно-матеріальних цінностей використовується ряд моделей, серед яких найбільше поширення отримала «*Модель економічно обґрунтованого розміру замовлення*» [*Economic ordering quantity – EOQ model*]. Вона може бути використана для оптимізації розміру як виробничих запасів, так і запасів готової продукції.

Розрахунковий механізм моделі EOQ ґрунтується на мінімізації сукупних операційних витрат по закупівлі і зберіганні запасів на підприємстві. Ці операційні витрати попередньо розділяються на дві групи: а) сума витрат по розміщенню замовлень (включають витрати по транспортуванню й прийманню товарів); б) сума витрат по зберіганню товарів на складі.

Розглянемо механізм моделі EOQ на прикладі формування виробничих запасів.

З одного боку, підприємству вигідно завозити сировину і матеріали якнайбільшими за обсягами партіями. Чим більшим є обсяг партії поставки, тим нижчим буде сукупний розмір операційних витрат по розміщенню замовлень у певному періоді (оформленню замовлень, доставці замовлених товарів на склад та їхньому прийманню на складі). Графічно це може бути представлено у такий спосіб (рис. 6.7).

Сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень при цьому визначається за такою формулою:

$$ОВ_{рз} = \frac{ОВС}{РПП} \cdot \overline{В_{рз}}, \quad (6.12)$$

де $ОВ_{рз}$ – сума сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень;

$ОВС$ – обсяг виробничого споживання товарів (сировини або матеріалів) у досліджуваному періоді;

$\overline{РПП}$ – середній розмір однієї партії поставки товарів;

$\overline{В_{рз}}$ – середня вартість розміщення одного замовлення.

З наведеної формули видно, що при незмінному обсязі виробничого споживання й середньої вартості розміщення одного замовлення загальна сума операційних витрат по розміщенню замовлень мінімізується із зростанням середнього обсягу однієї партії поставки товарів.

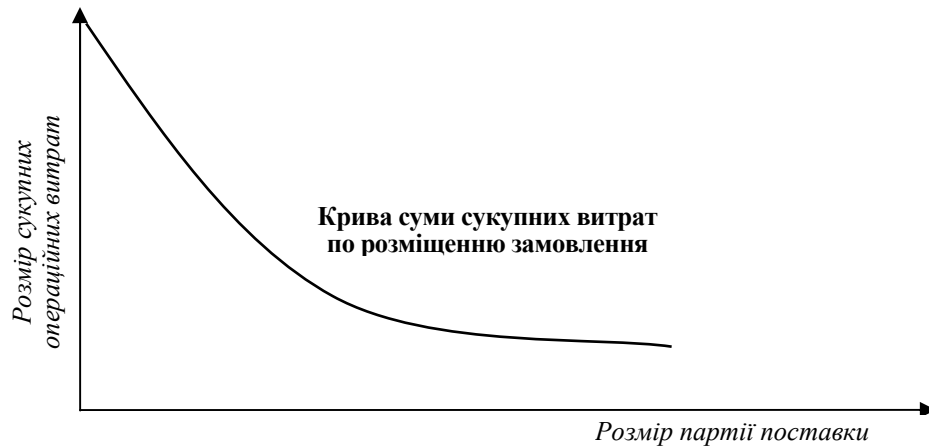


Рис. 6.7. Залежність суми сукупних операційних витрат по розміщенню замовлень від розміру партії поставки товарів

З іншого боку, великий обсяг однієї партії поставки товарів призводить до відповідного зростання операційних витрат по зберіганню товарів на складі, бо при цьому зростає середній обсяг запасу у днях обороту (період їхнього зберігання). Якщо закуповувати сировину один раз у два місяці, то середній обсяг її запасу (період зберігання) складе 30 днів, а якщо обсяг партії поставки знизити удвічі, тобто закуповувати сировину один раз на місяць, то середній обсяг її запасу (період зберігання) складе 15 днів (рис. 6.8).

З урахуванням цієї залежності сума операційних витрат по зберіганню запасів на складі може бути визначена за такою формулою:

$$OB_{33} = \frac{\overline{РПП}}{2} \cdot B_3, \quad (6.13)$$

де OB_{33} — сума операційних витрат по зберіганню запасів на складі;

$\overline{РПП}$ — середній обсяг однієї партії поставки товарів;

B_3 — вартість зберігання одиниці товару у досліджуваному періоді.

З наведеної формули видно, що за незмінної вартості зберігання одиниці товару у досліджуваному періоді загальна сума операційних витрат по зберіганню товарних запасів на складі мінімізується при зниженні середнього обсягу однієї партії поставки товарів.

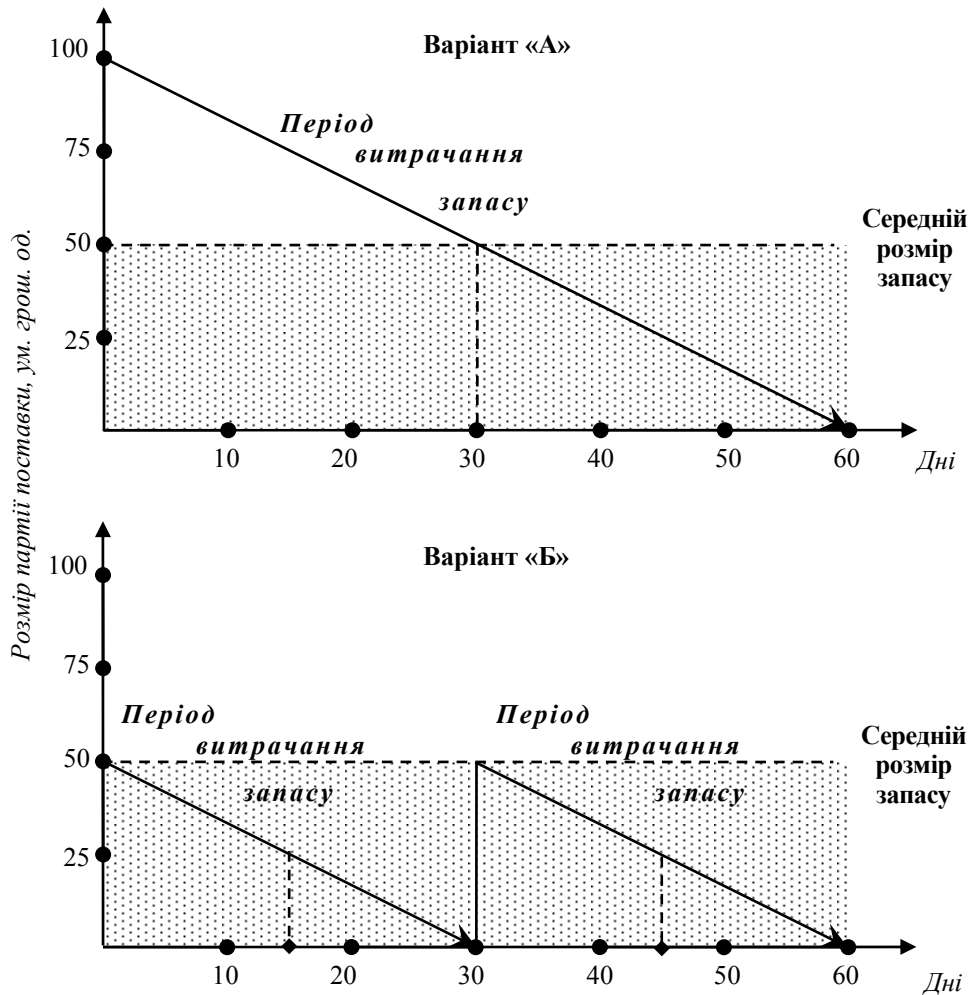


Рис. 6.8. Залежність між обсягом партії поставки та середнім обсягом запасу

Таким чином, із зростанням середнього обсягу однієї партії поставки товарів знижуються операційні витрати по розміщенню замовлення і зростають операційні витрати по зберіганню товарних запасів на складі підприємства (і навпаки). Модель EOQ дозволяє оптимізувати пропорції між цими двома групами операційних витрат таким чином, щоб сукупна їх сума була мінімальною. Графічно це представлено на рис. 6.9.

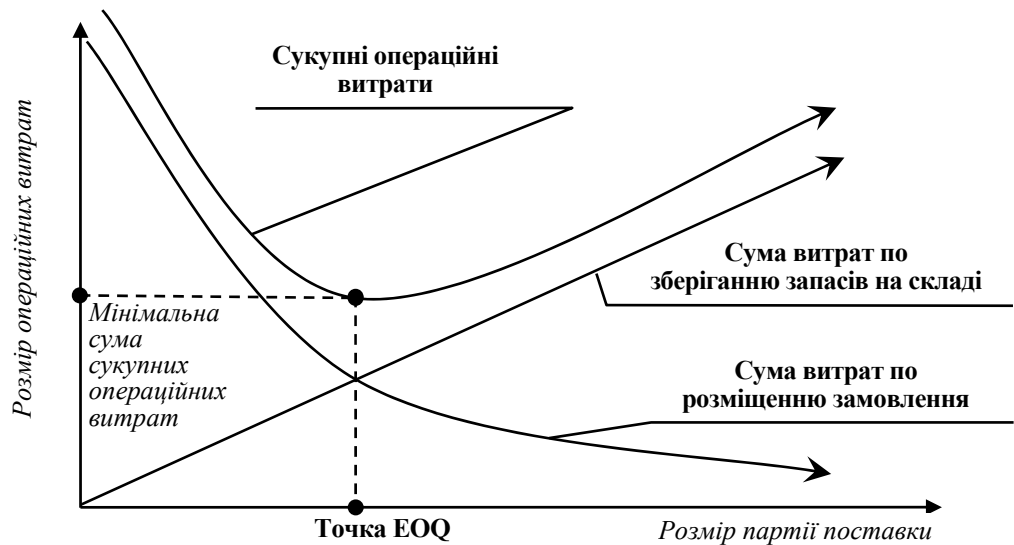


Рис. 6.9. Графік мінімізації сукупних операційних витрат при оптимальному обсязі партії поставки (EOQ)

Математично модель EOQ виражається такою принциповою формулою:

$$РПП_0 = \sqrt{\frac{2 \cdot ОВС \cdot \overline{B_{P3}}}{B_3}}, \quad (6.14)$$

де $РПП_0$ — оптимальний середній обсяг партії поставки товарів (EOQ);

ОВС — обсяг виробничого споживання товарів (сировини або матеріалів) у досліджуваному періоді;

$\overline{B_{P3}}$ — середня вартість розміщення одного замовлення;

B_3 — вартість зберігання одиниці товару у досліджуваному періоді.

Відповідно, оптимальний середній обсяг виробничого запасу визначається за наступною формулою:

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

$$BZ_o = \frac{РПП_o}{2}, \quad (6.15)$$

- де BZ_o – оптимальний середній обсяг виробничого запасу (сировини, матеріалів);
 $РПП_o$ – оптимальний середній обсяг партії поставки товарів (EOQ);
 $ОВС$ – обсяг виробничого споживання товарів (сировини або матеріалів) у досліджуваному періоді;
 $\overline{B_{pz}}$ – середня вартість розміщення одного замовлення.

Для запасів готової продукції завдання мінімізації операційних витрат по їхньому обслуговуванню полягає у визначенні оптимального обсягу партії виготовленої продукції (замість середнього обсягу партії поставки). Якщо виготовляти певний товар дрібними партіями, то операційні витрати по зберіганню його запасів у вигляді готової продукції (B_z) будуть мінімальними. Разом з тим, при такому підході до операційного процесу істотно зростуть операційні витрати, пов'язані з частим переналагодженням устаткування, підготовкою виробництва та інші (B_{pz}). Використовуючи замість показника обсягу виробничого споживання (ОВС) показник планованого обсягу виробництва продукції, на основі моделі EOQ аналогічно можна визначити оптимальний середній обсяг партії виготовленої продукції й оптимальний середній обсяг запасу готової продукції.

Модель Матца-Корі-Френка. Цей підхід передбачає встановлення оптимальної партії поставки сировини, закупівля якої здійснюється за рахунок позикових коштів і передбачає наступний алгоритм розрахунку:

$$РПП = \sqrt{\frac{2 \cdot ОВС \cdot B_{pz}}{Ц \cdot B + Tr}}, \quad (6.16)$$

- де $РПП$ – оптимальний середній розмір партії поставки;
 $ОВС$ – обсяг виробничого споживання матеріалів;
 B_{pz} – середня вартість розміщення одного замовлення;
 $Ц$ – ціна одиниці матеріалів;
 B – очікувана відсоткова ставка;
 Tr – транспортні витрати на одиницю матеріалу.

3. Факторно-аналітичний метод. Передбачає обґрунтування планових обсягів запасів на основі середніх періодів обороту їх окремих видів, коригуванні на виявлені резерви прискорення оборотності та планового обсягу виробництва (реалізації) продукції.

4. Економіко-статистичні методи. Ґрунтуються на дослідженні динаміки запасів у попередні періоди. Серед таких методів використовуються:

- *метод «середньорічних змін».* Базується на побудові динамічного ряду запасів та його згладжуванні з використанням ковзких середніх. Норматив запасів визначається як сума завершуючого показника згладженого динамічного ряду та середньорічної змінності запасів. На основі отриманого нормативу і середньоденного обсягу виробництва продукції визначається планова сума запасів.

- *метод «коефіцієнтів еластичності».* Ґрунтується на обчисленні коефіцієнтів еластичності зміни окремих груп запасів залежно від зміни обсягів їхнього виробництва (реалізації) та обчисленні їх планових обсягів на основі запланованих змін обсягів виробництва (реалізації) продукції та коефіцієнтів еластичності.

4. Оптимізація загальної суми запасів товарно-матеріальних цінностей, що входять до складу оборотних активів. Розрахунок оптимальної суми запасів кожного виду (у цілому та за основними групах їх номенклатури) здійснюється за формулою:

$$З_о = (Н_{пз} \cdot ОВ_о) + З_{сз} + З_{цп}, \quad (6.17)$$

де $З_о$ – оптимальна сума запасів на кінець досліджуваного періоду;

$Н_{пз}$ – норматив запасів поточного зберігання у днях обороту;

$ОВ_о$ – одноденний обсяг виробництва (для запасів сировини й матеріалів) або реалізації (для з готової продукції) у майбутньому періоді;

$З_{сз}$ – планована сума запасів сезонного зберігання;

$З_{цп}$ – планована сума запасів цільового призначення інших видів.

5. Забезпечення високої оборотності та ефективних форм руху запасів. Управління цими процесами здійснюється шляхом оптимізації матеріальних потоків усіх видів запасів.

Оптимізація матеріальних потоків – це процес вибору найкращих форм їхньої організації на підприємстві з урахуванням умов та особливостей здійснення технологічного циклу його операційної діяльності.

Основною метою оптимізації матеріальних потоків підприємства є забезпечення своєчасної доставки різних матеріальних активів у необхідній кількості у потрібні пункти при мінімумі витрат на здійснення цього процесу. Методологічну основу оптимізації матеріальних потоків становлять концепції, методи й прийоми *логістики*.

Інтегральна оцінка економічної ефективності оптимізації матеріальних потоків може бути отримана шляхом використання «методу сукупних витрат» [total distribution cost method; TDS], в основу якого покладено порівняння суми повних витрат на організацію матеріальних потоків оборотних активів до і після проведення їхньої оптимізації. Алгоритм розрахунків інтегральної економічної ефективності цього процесу має наступний вигляд:

$$IE_o = \frac{PB_1 - PB_2}{ОМП_{\Pi}} \cdot 100, \quad (6.18)$$

- де IE_o – інтегральна економічна ефективність оптимізації матеріальних потоків оборотних активів підприємства, у %;
- PB_1 – фактична сума повних витрат на організацію матеріальних потоків до проведення їхньої оптимізації у певному періоді;
- PB_2 – очікувана сума повних витрат на організацію матеріального потоку аналогічного обсягу після проведення його оптимізації в аналогічному періоді;
- $ОМП_{\Pi}$ – планований обсяг матеріального потоку оборотних активів у аналогічному періоді.

Результати оптимізації матеріальних потоків оборотних активів отримують відбиття у системі відповідних поточних і оперативних планів підприємства по операційній діяльності.

6. Обґрунтування облікової політики оцінки запасів. При відпуску запасів у виробництво, продажу та іншому вибутті підприємство може здійснювати їхню оцінку одним з наступних методів:

❖ *ідентифікованої собівартості відповідної одиниці запасів.* Такий метод може використовуватися по запасах готової продукції при виконанні спеціальних замовлень і проектів;

❖ *середньозваженої собівартості.* Подібна оцінка проводиться по кожній одиниці запасів шляхом ділення сумарної вартості їхнього залишку на початок звітного місяця й вартості отриманих у звітному місяці запасів на сумарну кількість запасів (у натуральному вираженні) на початок звітного місяця та отриманих у даному місяці запасів;

❖ *собівартості перших за часом надходження запасів (метод ФІФО)*. Оцінка запасів за методом ФІФО ґрунтується на припущенні, що запаси використовуються у тій послідовності, у якій вони надходили на підприємство (тобто запаси, які першими відпускають у виробництво або продаж, оцінюються за собівартістю перших за часом надходження вхідних запасів);

❖ *собівартості останніх за часом надходження запасів (метод ЛІФО)*. Оцінка запасів за методом ЛІФО ґрунтується на припущенні, що запаси використовуються у послідовності, протилежній їх надходженню на підприємство (тобто запаси, які першими відпускають у виробництво або продаж, оцінюються за собівартістю останніх за часом надходження вхідних запасів). Використання зазначеного методу заборонено у Національних стандартах бухгалтерського обліку в Україні;

❖ *нормативних витрат*. Оцінка по нормативних витратах передбачає застосування норм витрат на одиницю продукції, встановлених підприємством з урахуванням нормальних рівнів використання запасів, праці, виробничих потужностей і діючих цін. Для забезпечення максимального наближення нормативних витрат до фактичних, норми й ціни у нормативній базі мають регулярно перевірятися і, за необхідності, переглядатися;

❖ *ціни продажу*. Оцінка запасів за цінами продажу використовується на підприємствах роздрібною торгівлі шляхом застосування середнього відсотка торговельної націнки на реалізовані товари. Цей метод можуть застосовувати торговельні підприємства, які реалізують великий і мінливий асортимент товарів із приблизно однаковим рівнем торговельної націнки. Собівартість реалізованих товарів визначається як різниця між продажною (роздрібною) вартістю цих товарів і сумою торговельної націнки на них. У свою чергу, сума торговельної націнки на реалізовані товари розраховується як добуток продажною (роздрібною) вартості цих товарів і середнього відсотка торговельної націнки.

Для усіх видів і різновидів запасів, що мають однакове призначення й однакові умови використання, може застосовуватися лише один з наведених методів їхньої оцінки.

На дату балансу запаси можуть відображатися у звітності за найменшою із двох оцінок – первісною вартістю або чистою вартістю реалізації. *Первісна вартість запасів* включає суму, яка сплачена постачальникові (за винятком непрямих податків); суму ввізного мита; суму непрямих податків, що не відшкодовуються підприємству; транспортно-заготівельні витрати; інші витрати, які безпосередньо пов'язані із

придбанням запасів і доведенням до стану, що є придатним для використання у передбачених цілях. *Чиста вартість реалізації* є очікуваною ціною реалізації запасів в умовах звичайної операційної діяльності за виключенням очікуваних витрат на завершення їх виробництва та реалізацію.

Вибір облікової політики оцінки запасів визначається особливостями управління ними на підприємстві.

7. Побудова ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві. Основним завданням таких контролюючих систем, які є складовою частиною оперативного фінансового контролінгу підприємства, є своєчасне розміщення замовлень на поповнення запасів і залучення в операційний оборот надлишково сформованих їхніх видів.

Серед систем контролю за рухом запасів у країнах з розвинутою економікою найбільш широкое застосування отримала «Система ABC». Суть цієї контролюючої системи полягає у поділі усієї сукупності запасів товарно-матеріальних цінностей на три категорії, виходячи з їх вартості, обсягу і частоти витрачання, негативних наслідків їхньої недостатності для здійснення операційної діяльності й фінансових результатів тощо.

- До категорії «А» включають найбільш дорогі види запасів із тривалим циклом замовлення, які вимагають постійного моніторингу у зв'язку із серйозністю фінансових наслідків, які можуть бути викликані їхньою недостатністю. Частота завезення цієї категорії запасів визначається, як правило, на основі «Моделі EOQ». Коло конкретних товарно-матеріальних цінностей, що входять до категорії «А», зазвичай обмежений і вимагає щотижневого контролю.

- У категорію «В» включають товарно-матеріальні цінності, котрі мають меншу значимість у забезпеченні безперебійного операційного процесу і формуванні кінцевих результатів фінансової діяльності. Запаси цієї групи контролюються, як правило, один раз на місяць.

- До категорії «С» включають усі інші товарно-матеріальні цінності з низькою вартістю, які не відіграють значимої ролі у формуванні кінцевих фінансових результатів. Обсяг закупівлі таких матеріальних цінностей може бути значно великим, тому контроль за їх рухом здійснюється з періодичністю один раз у квартал.

Таким чином, основний контроль запасів за «Системою ABC» концентрується на найбільш важливій їхній категорії з позицій забезпечення безперебійності операційної діяльності підприємства та формування кінцевих фінансових результатів.

Інші підходи до аналізу і планування портфеля запасів можуть покладатися в основу їх контролю.

У процесі розробки політики управління запасами мають бути передбачені заходи щодо прискорення залучення в оборот понаднормативних товарів. Це забезпечує вивільнення частини фінансових ресурсів, а також зниження обсягу втрат товарно-матеріальних цінностей у процесі їхнього зберігання.

6.3. Управління поточною дебіторською заборгованістю

У сучасних умовах підприємства вдаються до продажу продукції у кредит, що зумовлює відволікання коштів з обороту й утворення дебіторської заборгованості. Наявність дебіторської заборгованості завжди пов'язується з ризиком: кошти можуть повертатися невчасно або взагалі втрачатися. З іншого боку, підприємство не завжди може відмовитися від реалізації продукції у кредит – з огляду на роботу конкурентів та прагнення збільшити виручку від реалізації і прибуток. Відтак, у перебігу управління дебіторською заборгованістю необхідно визначити такий її обсяг, що забезпечуватиме зростання виручки від реалізації і прибутку з одного боку, та достатність коштів для фінансування операційної діяльності, належний рівень платоспроможності – з іншого.

Сучасний етап економічного розвитку країни характеризується значним уповільненням платіжного обороту, що викликає зростання дебіторської заборгованості на підприємствах. Саме тому важливим завданням підприємств є ефективне управління дебіторською заборгованістю, спрямоване на оптимізацію її обсягу й забезпечення своєчасної інкасації боргу.

У сучасній господарській практиці дебіторська заборгованість класифікується за видами, представленими на рис. 6.10.

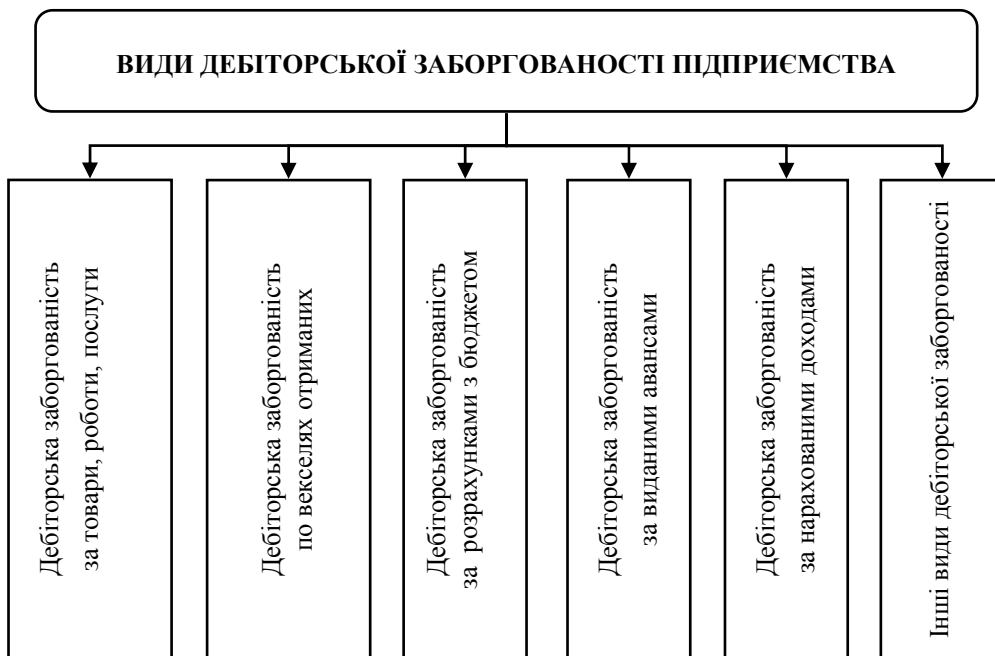


Рис. 6.10. Склад основних видів дебіторської заборгованості підприємства

Серед перерахованих видів найбільший обсяг дебіторської заборгованості підприємств припадає на заборгованість покупців за відвантажену продукцію. У загальній сумі дебіторської заборгованості на розрахунки з покупцями припадає 80–90%, отож управління дебіторською заборгованістю на підприємстві пов'язане, у першу чергу, з оптимізацією обсягу і забезпеченням інкасації заборгованості покупців по розрахунках за реалізовану продукцію. З метою ефективного управління цією дебіторською заборгованістю на підприємствах має розроблятися і здійснюватися особлива фінансова політика управління дебіторською заборгованістю (або його кредитна політика стосовно покупців продукції).

Політика управління дебіторською заборгованістю – це частина загальної політики управління оборотними активами та маркетингової політики підприємства, яка спрямовується на розширення обсягу реалізації продукції і полягає в оптимізації загального обсягу цієї заборгованості й забезпеченні її своєчасної інкасації.

Формування політики управління дебіторською заборгованістю підприємства (або його кредитної політики стосовно покупців продукції) здійснюється за основними етапами, представленими на рис. 6.11.

1. Аналіз дебіторської заборгованості підприємства у попередньому періоді. Основним завданням цього аналізу є оцінка рівня й складу дебіторської заборгованості підприємства, а також ефективності інвестованих у неї фінансових ресурсів. Аналіз дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями проводиться у розрізі товарного (комерційного) і споживчого кредиту.

На першому етапі аналізу оцінюється рівень дебіторської заборгованості підприємства та його динаміка у попередньому періоді. Оцінка цього рівня здійснюється на основі визначення коефіцієнта відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість, що розраховується за такою формулою:

$$\text{КОА}_{\text{дз}} = \frac{\text{ДЗ}}{\text{ОА}}, \quad (6.19)$$

де $\text{КОА}_{\text{дз}}$ – коефіцієнт відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість;

ДЗ – загальна сума дебіторської заборгованості підприємства (або сума заборгованості окремо по товарному і споживчому кредитах);

ОА – загальна сума оборотних активів підприємства.

На другому етапі аналізу визначаються середній період інкасації дебіторської заборгованості та кількість її оборотів у досліджуваному періоді.

Середній період інкасації дебіторської заборгованості характеризує її роль у фактичній тривалості фінансового й загального операційного циклу підприємства. Цей показник розраховується за такою формулою:

$$\text{ПІ}_{\text{дз}} = \frac{\overline{\text{ДЗ}}}{\text{О}_0}, \quad (6.20)$$

де $\text{ПІ}_{\text{дз}}$ – середній період інкасації дебіторської заборгованості підприємства;

$\overline{\text{ДЗ}}$ – середній залишок дебіторської заборгованості підприємства (у цілому або окремих її видів) у досліджуваному періоді;

О_0 – сума одноденного обороту по реалізації продукції у розглянутому періоді.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

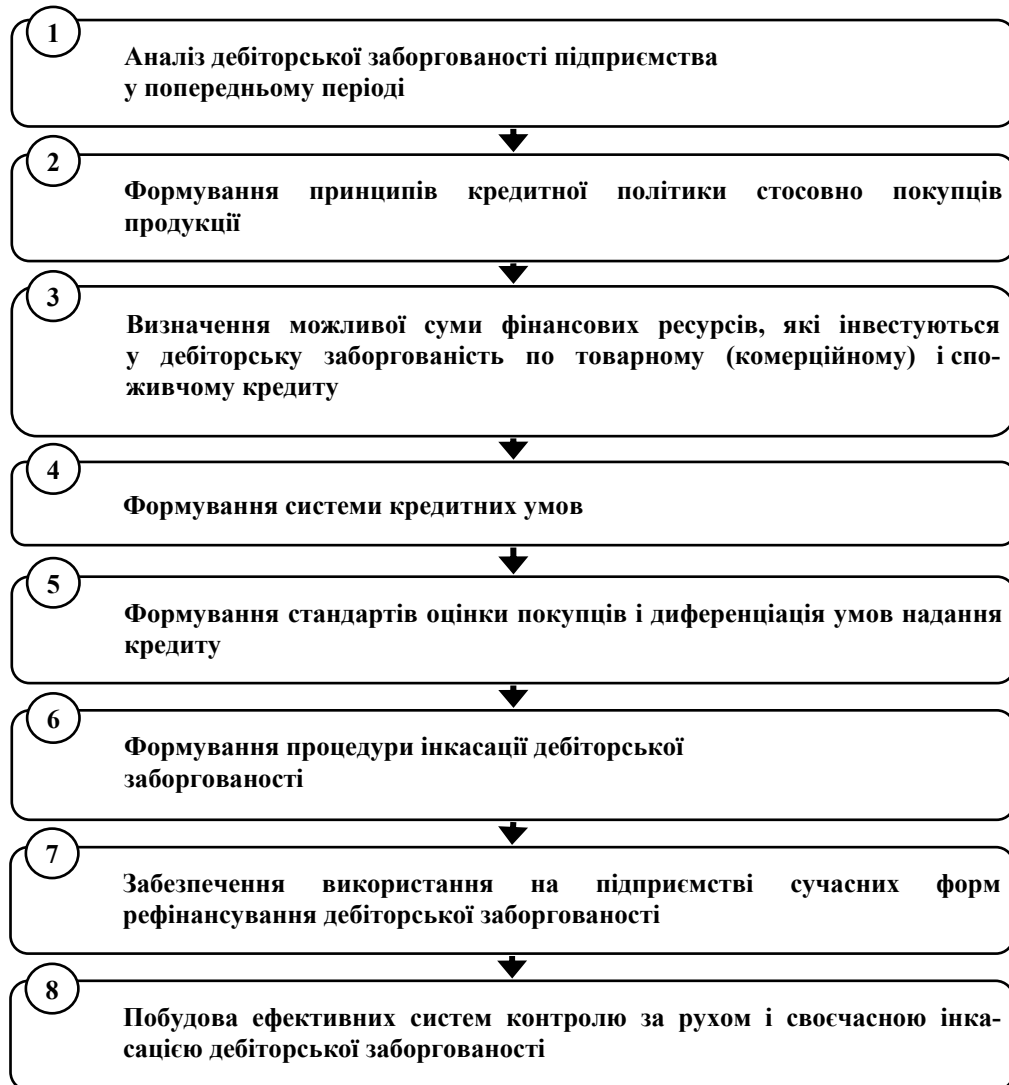


Рис. 6.11. Основні етапи формування політики управління дебіторською заборгованістю підприємства

Кількість оборотів дебіторської заборгованості характеризує швидкість обігу інвестованих у неї коштів протягом певного періоду. Цей показник розраховується за такою формулою:

$$КО_{дз} = \frac{O_p}{ДЗ}, \quad (6.21)$$

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

де $КО_{ДЗ}$ – кількість оборотів дебіторської заборгованості підприємства у досліджуваному періоді;
 O_p – загальна сума обороту по реалізації продукції у досліджуваному періоді;
 $\overline{ДЗ}$ – середній залишок дебіторської заборгованості підприємства (у цілому або окремих її видів) у досліджуваному періоді.

На третьому етапі аналізу оцінюється склад дебіторської заборгованості підприємства за окремими її «віковими групами», тобто за передбаченими строками її інкасації. Приклад графічного представлення результатів цього аналізу наведений на рис. 6.12.

На четвертому етапі аналізу докладно розглядається склад простроченої дебіторської заборгованості, виділяються сумнівна й безнадійна заборгованість. У процесі цього аналізу використовуються наступні показники:

- коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості і середній «вік» простроченої (сумнівної, безнадійної) дебіторської заборгованості;
- коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості розраховується за такою формулою:

$$КП_{ДЗ} = \frac{ДЗ_{пр}}{ДЗ}, \quad (6.22)$$

де $КП_{ДЗ}$ – коефіцієнт прострочення дебіторської заборгованості;
 $ДЗ_{пр}$ – сума дебіторської заборгованості, яка неоплачена у передбачений термін;
 $ДЗ$ – загальна сума дебіторської заборгованості підприємства.

Середній «вік» простроченої (сумнівної, безнадійної) дебіторської заборгованості визначається за такою формулою:

$$ВП_{ДЗ} = \frac{\overline{ДЗ_{пр}}}{O_o}, \quad (6.23)$$

де $ВП_{ДЗ}$ – середній «вік» простроченої (сумнівної, безнадійної) дебіторської заборгованості;
 $\overline{ДЗ_{пр}}$ – середній залишок дебіторської заборгованості, неоплаченої у строк (сумнівної, безнадійної), у досліджуваному періоді;
 O_o – сума одноденного обороту по реалізації, у досліджуваному періоді.

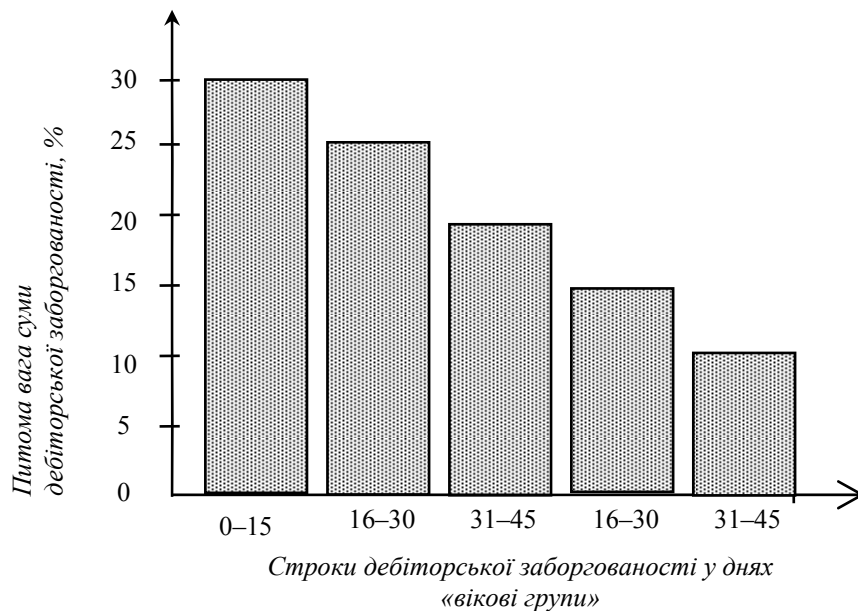


Рис. 6.12. Графічний аналіз «віку» дебіторської заборгованості підприємства

На п'ятому етапі аналізу оцінюють ефективність інвестування коштів у дебіторську заборгованість. З цією метою використовують такі показники:

Ефект від інвестування коштів у дебіторську заборгованість. Для цього суму додаткового прибутку, отриману від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту, зіставляють із сумою додаткових витрат по оформленню кредиту й інкасації боргу, а також прямих фінансових втрат від неповернення боргу покупцями (безнадійна дебіторська заборгованість, списана у зв'язку із неплатоспроможністю покупців і закінченням строків позовної давності). Розрахунок цього ефекту здійснюється за такою формулою:

$$E_{\text{дз}} = \Pi_{\text{дз}} - \text{ПВ}_{\text{дз}} - \text{ФВ}_{\text{дз}}, \quad (6.24)$$

де $E_{\text{дз}}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів у дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- $П_{дз}$ – додатковий прибуток підприємства, який отриманий від збільшення обсягу реалізації продукції за рахунок надання кредиту;
- $ПВ_{дз}$ – поточні витрати підприємства, пов'язані з організацією кредитування покупців та інкасацією боргу;
- $ФВ_{дз}$ – сума прямих фінансових втрат від неповернення боргу покупцями.

Коефіцієнт ефективності інвестування коштів у дебіторську заборгованість розраховується за такою формулою:

$$KE_{дз} = \frac{E_{дз}}{\overline{ДЗ}_{рп}}, \quad (6.25)$$

- де $KE_{дз}$ – коефіцієнт ефективності інвестування коштів у дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями;
- $E_{дз}$ – сума ефекту, отриманого від інвестування коштів у дебіторську заборгованість за розрахунками з покупцями у певному періоді;
- $\overline{ДЗ}_{рп}$ – середній залишок дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями у досліджуваному періоді.

Економічна додана вартість від інвестування коштів у дебіторську заборгованість:

$$EVA_{ar} = EBIT_{ar} \cdot (1-T) - K_{ar} \cdot Cc, \quad (6.26)$$

- де EVA_{ar} – економічна додана вартість, що формується у результаті реалізації товарів у кредит;
- $EBIT_{ar}$ – операційний прибуток від продажу товарів у кредит;
- T – ставка податку на прибуток;
- K_{ar} – капітал, що інвестується у дебіторську заборгованість;
- Cc – вартість капіталу, що інвестується у дебіторську заборгованість.

Результати аналізу використовуються в процесі наступної розробки окремих параметрів кредитної політики підприємства.

2. Формування принципів кредитної політики стосовно покупців продукції. У сучасній комерційній і фінансовій практиці реалізація продукції у кредит (з відстрочкою платежу за неї) отримала широке поширення як у нашій країні, так і в країнах з розвинутою ринковою економікою. Формування принципів кредитної політики відображає умови цієї практики і спрямовується на підвищення ефективності операційної й фінансової діяльності підприємства.

У процесі формування принципів кредитної політики стосовно покупців продукції вирішуються два основних питання: а) у яких формах здійснювати реалізацію продукції у кредит; б) який тип кредитної політики варто обрати підприємству.

Форми реалізації продукції у кредит мають два різновиди – товарний (комерційний) кредит і споживчий кредит.

Товарний (комерційний) кредит є формою оптової реалізації продукції її продавцем на умовах відстрочки платежу, якщо така відстрочка перевищує звичайні строки банківських розрахунків. Зазвичай товарний (комерційний) кредит надається оптовому покупцеві продукції на строк від одного до шести місяців.

Споживчий кредит (у товарній формі) – це форма роздрібною реалізації товарів покупцям (фізичним особам) з відстрочкою платежу. Він надається, як правило, на строк від шести місяців до двох років.

Вибір форм реалізації продукції у кредит визначається галузевою приналежністю підприємства й характером реалізованої продукції (товарів, послуг).

Тип кредитної політики характеризує принципові підходи до її здійснення з позиції співвідношення рівнів прибутковості й ризику кредитної діяльності підприємства. Розрізняють три принципових типи кредитної політики підприємства стосовно покупців продукції – консервативний, помірний і агресивний.

Консервативний (або твердий) тип кредитної політики підприємства спрямований на мінімізацію кредитного ризику. Така мінімізація розглядається як пріоритетна мета у здійсненні його кредитної діяльності. Здійснюючи цей тип кредитної політики, підприємство не прагне до отримання високого додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації продукції. Механізмом реалізації політики такого типу є істотне скорочення кола покупців продукції у кредит за рахунок груп підвищеного ризику; мінімізація строків надання кредиту та його обсягу; жорсткість умов надання кредиту й підвищення його вартості; використання твердих процедур інкасації дебіторської заборгованості.

Помірний тип кредитної політики підприємства характеризує типові умови її здійснення відповідно до прийнятої комерційної та фінансової практики і орієнтується на середній рівень кредитного ризику при продажу продукції з відстрочкою платежу.

Агресивний (або м'який) тип кредитної політики підприємства пріоритетною метою кредитної діяльності обирає максимізацію додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації продукції у кредит, не зважаючи на високий рівень кредитного ризику, що супроводжує ці операції. Механізмом реалізації політики такого типу є поширення кредиту на більш ризикові групи покупців продукції; збільшення періоду надання кредиту і його обсягу; зниження вартості кредиту до мінімально припустимих розмірів; надання покупцям можливості пролонгації кредиту.

У процесі вибору типу кредитної політики мають враховуватися такі основні фактори:

- сучасна комерційна й фінансова практика здійснення торговельних операцій;
- загальний стан економіки, що визначає фінансові можливості покупців, рівень їхньої платоспроможності;
- сформована кон'юнктура товарного ринку, стан попиту на продукцію підприємства;
- потенційна здатність підприємства нарощувати обсяг виробництва продукції при розширенні можливостей її реалізації за рахунок надання кредиту;
- правові умови забезпечення стягнення дебіторської заборгованості;
- фінансові можливості підприємства у частині відволікання коштів у дебіторську заборгованість;
- фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства, їх відношення до рівня припустимого ризику у процесі здійснення господарської діяльності.

Визначаючи тип кредитної політики, варто мати на увазі, що твердий (консервативний) її варіант негативно впливає на зростання обсягу операційної діяльності підприємства й формування стійких комерційних зв'язків, тоді як м'який (агресивний) її варіант може викликати надмірне відволікання фінансових ресурсів, знизити рівень платоспроможності підприємства, викликати згодом значні витрати по стягненню боргів, а в остаточному підсумку знизити рентабельність оборотних активів і використовуваного капіталу.

3. Визначення можливої суми фінансових ресурсів, що інвестуються у дебіторську заборгованість по товарному і споживчому кредиту. Розрахунок необхідної суми фінансових ресурсів, які інвестуються у дебіторську заборгованість, здійснюється за такою принциповою формулою:

$$I_{\text{дз}} = \frac{O_{\text{рК}} \cdot K_{\text{с/ц}} \cdot (\overline{\text{ПНК}} + \overline{\text{ПП}})}{\overline{\text{ДЗ}_{\text{рп}}}}, \quad (6.27)$$

- де $I_{\text{дз}}$ – необхідна сума фінансових ресурсів, які інвестуються у дебіторську заборгованість;
 $O_{\text{рК}}$ – планований обсяг реалізації продукції у кредит;
 $K_{\text{с/ц}}$ – коефіцієнт співвідношення собівартості й ціни продукції, виражений десятковим дробом;
 $\overline{\text{ПНК}}$ – середній період надання кредиту покупцям, у днях;
 $\overline{\text{ПП}}$ – середній період прострочення платежів по наданому кредиту, у днях.

Обсяг дебіторської заборгованості визначається основними параметрами кредитної політики підприємства: терміном надання відстрочки платежу та ціновим дисконтом за дострокову оплату, обсягом реалізації у кредит. Таким чином, якісне планування обсягу дебіторської заборгованості підприємства має здійснюватися у комплексі з обґрунтуванням основних параметрів його кредитної політики. У сучасній практиці з цією метою можуть використовуватися такі підходи, залежно від обраного критерію оптимізації, показані у табл. 6.2.

Таблиця 6.2

Принципові підходи до планування дебіторської заборгованості та умов кредитної політики

Підхід	Коротка характеристика
На основі максимізації прибутку	Передбачає вибір таких умов кредитної політики і відповідного йому обсягу дебіторської заборгованості, що забезпечують максимізацію прибутку від інвестицій у дебіторську заборгованість. Потребує особливої уваги обґрунтування альтернативної норми дохідності / вартості капіталу (особливо власного), які застосовуються у моделі і можуть суттєво впливати на отримувані у процесі розрахунків результати.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 6.2

Підхід	Коротка характеристика
На основі максимізації чистої приведеної цінності грошових потоків від реалізації у кредит	Передбачає вибір кредитних умов та обсягу дебіторської заборгованості за критерієм максимізації показника приведеної вартості сукупних грошових потоків, пов'язаних з реалізацією товарів у кредит та інкасацією дебіторської заборгованості. Проблематичним у цих умовах є обґрунтування дисконтної ставки
На основі максимізації економічної доданої вартості (EVA) від інвестування коштів у дебіторську заборгованість	Передбачає вибір кредитної політики і, відповідно, обсягу дебіторської заборгованості, що максимізує економічну додану вартість від інвестування коштів у дебіторську заборгованість. Дозволяє оцінити внесок кредитної політики у вартість підприємства

Виходячи з цього, процес оптимізації і визначення планового обсягу дебіторської заборгованості можна представити наступним чином (рис. 6.13):

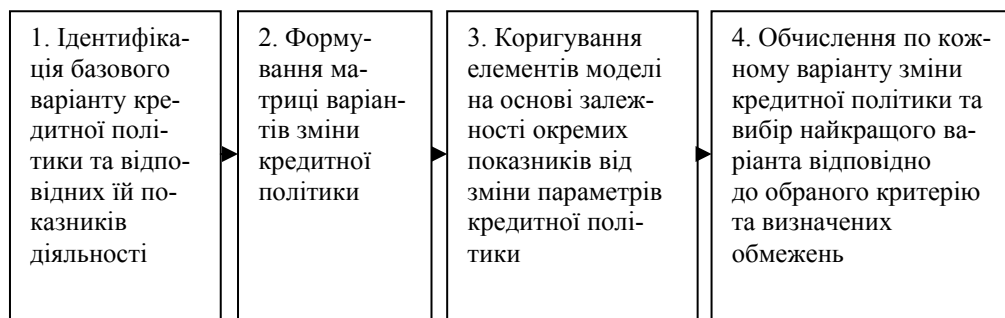


Рис. 6.13. Процес оптимізації дебіторської заборгованості підприємства

4. Формування системи кредитних умов. До складу цих умов входять такі елементи:

- строк надання кредиту (кредитний період);
- обсяг надаваного кредиту (кредитний ліміт);
- вартість надання кредиту (система цінових знижок при здійсненні негайних розрахунків за придбану продукцію);
- система штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань покупцями.

Строк надання кредиту (кредитний період) характеризує граничний період, на який покупцеві надається відстрочка платежу за реалізовану продукцію. Збільшення строку надання кредиту стимулює обсяг

реалізації продукції (за інших рівних умов), однак призводить і до збільшення суми фінансових ресурсів, які інвестуються у дебіторську заборгованість, і збільшення тривалості фінансового та усього операційного циклу підприємства. Тому, встановлюючи тривалість кредитного періоду, необхідно оцінювати його вплив на результати господарської діяльності підприємства у комплексі.

Обсяг надаваного кредиту (кредитний ліміт) характеризує максимальну межу суми заборгованості покупця по надаваному товарному або споживчому кредиту. Його обсяг встановлюється з урахуванням типу кредитної політики (рівня прийнятного ризику), запланованого обсягу реалізації продукції на умовах відстрочки платежу, середнього обсягу угод по реалізації готової продукції (при споживчому кредиті – середньої вартості реалізованих у кредит товарів), фінансового стану підприємства – кредитора та інших факторів. Кредитний ліміт диференціюється за формами надаваного кредиту й видами реалізованої продукції.

Вартість надання кредиту характеризується системою цінових знижок при здійсненні негайних розрахунків за придбану продукцію. У сполученні зі строком надання кредиту така цінова знижка характеризує норму процентної ставки за надаваний кредит, яка розраховується для зіставлення у річному вирахованні. Алгоритм цього розрахунку характеризується такою формулою:

$$ПС_K = \frac{ЦЗ_H \cdot 360}{ТН_K}, \quad (6.28)$$

- де $ПС_K$ – річна норма процентної ставки за надаваний кредит;
 $ЦЗ_H$ – цінова знижка, що надається покупцеві при здійсненні негайного розрахунку за придбану продукцію, у %;
 $ТН_K$ – термін надання кредиту (кредитний період), у днях.

Встановлюючи вартість товарного (комерційного) або споживчого кредиту, необхідно мати на увазі, що вона не повинна перевищувати рівень процентної ставки по короткостроковому фінансовому (банківському) кредиту. В іншому випадку він не буде стимулювати реалізацію продукції у кредит, оскільки покупцеві буде більш вигідно отримати короткостроковий кредит у банку (на строк, який дорівнює кредитному періоду, установленому продавцем) і розрахуватися за придбану продукцію при її покупці.

Система штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань покупцями, яка формується у процесі розробки кредитних умов, має передбачати відповідну пеню, штрафи й неустойки. Розміри цих штрафних санкцій повинні повністю відшкодовувати усі фінансові втрати підприємства-кредитора (втрату доходу, інфляційні втрати, відшкодування ризику зниження рівня платоспроможності тощо).

5. Формування стандартів оцінки покупців і диференціація умов надання кредиту. В основі встановлення таких стандартів оцінки покупців – їх кредитоспроможність. *Кредитоспроможність покупця характеризує систему умов, що визначають його здатність залучати кредит у різних формах і у повному обсязі в передбачений термін виконувати усі пов'язані з ним фінансові зобов'язання.*

Формування системи стандартів оцінки покупців включає такі основні елементи:

- визначення системи характеристик, що оцінюють кредитоспроможність окремих груп покупців;
- формування й експертизу інформаційної бази проведення оцінки кредитоспроможності покупців;
- вибір методів оцінки окремих характеристик кредитоспроможності покупців;
- групування покупців продукції за рівнем кредитоспроможності;
- диференціацію кредитних умов відповідно до рівня кредитоспроможності покупців.

Формування стандартів оцінки покупців і диференціація кредитних умов здійснюються роздільно за різними формами кредиту – товарному й споживчому.

Визначення системи характеристик, що оцінюють кредитоспроможність окремих груп покупців, є початковим етапом побудови системи стандартів їх оцінки.

По товарному кредиту така оцінка здійснюється зазвичай за наступними критеріями:

- обсяг господарських операцій з покупцем і стабільність їхнього здійснення;
- репутація покупця у діловому світі;
- платоспроможність покупця;
- результативність господарської діяльності покупця;

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

- стан кон'юнктури товарного ринку, на якому покупець здійснює свою операційну діяльність;

- обсяг і склад чистих активів, котрі можуть становити забезпечення кредиту при неплатоспроможності покупця й порушенні справи про його банкрутство.

По споживчому кредиту оцінка здійснюється зазвичай за такими критеріями:

- дієздатність покупця;
- рівень доходів покупця і регулярність їх формування;
- склад особистого майна покупця, що може становити забезпечення кредиту при стягненні суми боргу у судовому порядку.

Формування й експертиза інформаційної бази проведення оцінки кредитоспроможності покупців має на меті забезпечити вірогідність проведення такої оцінки. Інформаційна база, використовувана для цих цілей, складається з відомостей, надаваних безпосередньо покупцем (їх перелік диференціюється у розрізі форм кредиту); даних, сформованих із внутрішніх джерел (якщо угоди з покупцем мають постійний характер); інформації, сформованої із зовнішніх джерел (комерційного банку, що обслуговує покупця; інших його партнерів по угодах тощо).

Експертиза отриманої інформації здійснюється шляхом її логічної перевірки; у процесі ведення комерційних переговорів з покупцями; шляхом безпосереднього відвідування клієнта (по споживчому кредиту) з метою перевірки стану його майна та в інших формах відповідно до обсягу кредитування.

Вибір методів оцінки окремих характеристик кредитоспроможності покупців визначається змістом оцінюваних характеристик. Для цього, при оцінці окремих характеристик кредитоспроможності покупців, розглянутих раніше, можуть бути використані статистичний, нормативний, експертний, баловий та інші методи.

Групування покупців продукції за рівнем кредитоспроможності ґрунтується на результатах її оцінки й передбачає, зазвичай, виокремлення таких їх категорій:

- покупці, яким кредит може бути наданий у максимальному обсязі, тобто на рівні встановленого кредитного ліміту (група «першокласних позичальників»);

- покупці, котрим кредит може бути наданий в обмеженому обсязі, обумовленому рівнем припустимого ризику неповернення боргу;

покупці, яким кредит не надається (при неприпустимому рівні ризику неповернення боргу, що обумовлюється типом вибраної кредитної політики).

Диференціація кредитних умов відповідно до рівня кредитоспроможності покупців, поряд з розміром кредитного ліміту, може здійснюватися за такими параметрами як строк надання кредиту; необхідність страхування кредиту за рахунок покупців; форми штрафних санкцій тощо.

6. Формування процедури інкасації дебіторської заборгованості. У складі цієї процедури мають бути передбачені: строки й форми попереднього і наступного нагадувань покупцям про дату платежів; можливості й умови пролонгації боргу по наданому кредиту; умови порушення справи про банкрутство неспроможних дебіторів.

7. Забезпечення використання на підприємстві сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості. Розвиток ринкових відносин та інфраструктури фінансового ринку дозволяють використати у практиці фінансового менеджменту низку нових форм управління дебіторською заборгованістю – її рефінансування, тобто прискорене переведення в інші форми оборотних активів підприємства: грошові кошти і високоліквідні короткострокові цінні папери.

Основними формами рефінансування дебіторської заборгованості, які використовуються на сучасному етапі, є:

- ❖ факторинг;
- ❖ облік векселів, виданих покупцями продукції;
- ❖ форфейтинг.

Факторинг є фінансовою операцією, яка полягає у поступці підприємством-продавцем права отримання коштів по платіжних документах за поставлену продукцію на користь банку або спеціалізованої компанії – «фактор компанії», які приймають на себе усі кредитні ризики по інкасації боргу. За здійснення такої операції банк (фактор-компанія) стягують із підприємства-продавця певну комісійну плату у відсотках до суми платежу. Ставки комісійної плати диференціюються з урахуванням рівня платоспроможності покупця продукції й передбачених строків її оплати. Окрім того, при проведенні такої операції банк (фактор-компанія) у строк до трьох днів здійснює кредитування підприємства-продавця у формі попередньої оплати боргових вимог по платіжних документах (зазвичай у розмірі від 70 до 90% суми боргу залежно від фактора ризику). Інші 10–30% суми боргу тимчасово депонуються банком у формі страхового резерву при його непогашенні покупцем (ця депонована частина боргу повертається продавцеві після повного погашення суми боргу покупцем).

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Факторингова операція дозволяє підприємству-продавцеві рефінансувати переважну частину дебіторської заборгованості за наданим покупцеві кредитом у короткий термін, скоротивши тим самим період фінансового й операційного циклу. До недоліків факторингової операції можна віднести лише додаткові витрати продавця, пов'язані із продажем продукції, а також втрату прямих контактів (і відповідної інформації) з покупцем у процесі здійснення ним платежів.

Ефективність факторингової операції для продавця визначається шляхом порівняння рівня витрат за цією операцією з нормою дохідності інвестування коштів, отриманих у результаті операції факторингу.

Облік векселів, виданих покупцями продукції, є фінансовою операцією по їх продажу банку (або іншому фінансовому інституту, іншому господарюючому суб'єкту) за визначеною (дисконтною) ціною, яка встановлюється залежно від їхнього номіналу, строку погашення й облікової вексельної ставки. Облікова вексельна ставка складається із середньої депозитної ставки, ставки комісійної винагороди, а також рівня премії за ризик при сумнівній платоспроможності векселедавця. Зазначена операція може бути здійснена лише з переказним векселем.

Облікова (дисконтна) ціна векселя визначається за такою формулою:

$$ОЦ_{\text{В}} = НС_{\text{В}} - \frac{НС_{\text{В}} \cdot Д \cdot ОС_{\text{В}}}{360 \cdot 100}, \quad (6.29)$$

де $ОЦ_{\text{В}}$ – облікова (дисконтна) ціна векселя на момент його продажу (обліку банком);

$НС_{\text{В}}$ – номінальна сума векселя, що підлягає погашенню векселедавцем у передбачений у ньому строк;

$Д$ – кількість днів від моменту продажу (обліку) векселя до моменту його погашення векселедавцем;

$ОС_{\text{В}}$ – річна облікова вексельна ставка, за якою здійснюється дисконтування суми векселя, у %.

Форфейтинг – фінансова операція по рефінансуванню дебіторської заборгованості по експортному товарному кредиту шляхом передачі (індосаменту) переказного векселя на користь банку (факторингової компанії) зі сплатою останньому комісійної винагороди. Банк (факторингова компанія) бере на себе зобов'язання по фінансуванню експортної операції шляхом виплати за врахованим векселем, який

гарантується наданням авалю банку країни-імпортера. У результаті форфейтування заборгованість покупця по товарному (комерційному) кредиту трансформується у заборгованість фінансову (на користь банку). За своєю сутністю форфейтинг поєднує у собі елементи факторингу (до якого підприємства-експортери звертаються у випадку високого кредитного ризику) та обліку векселів (з їх індосаментом тільки на користь банку). Форфейтинг використовується при здійсненні довгострокових (багаторічних) експортних поставок і дозволяє експортерів негайно діставати грошові кошти шляхом обліку векселів. Однак його недоліком є висока вартість, тому підприємству-експортерів варто проконсультуватися з банком (факторинговою компанією) ще до початку переговорів з іноземним імпортером продукції, аби мати можливість включити витрати по форфейтинговій операції у вартість контракту.

Фінансовий механізм здійснення форфейтингової операції розглянемо на наступній схемі (рис. 6.14).

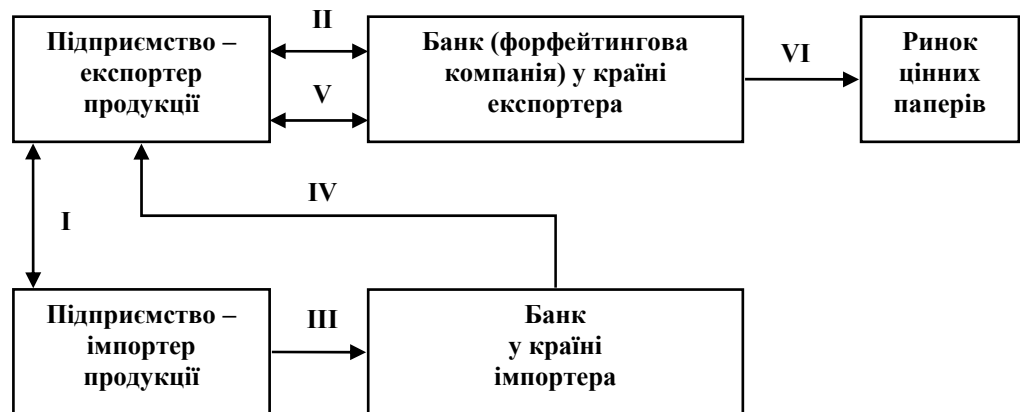


Рис. 6.14. Фінансовий механізм здійснення операції форфейтинга

На першому етапі (I) підприємство-експортер і підприємство-імпортер укладають між собою угоду про поставку продукції, форми й строки платежу (платежі здійснюються, зазвичай, по мірі виконання окремих етапів угоди). Підприємство-імпортер, відповідно до угоди, зобов'язується здійснювати платежі за допомогою комерційних векселів, авальованих (гарантованих) банком його країни (або індосируваних у цього банку).

На другому етапі (II) підприємство-експортер укладає угоду з банком (факторинговою компанією) своєї країни, який зобов'язується за комісійну винагороду фінансувати поставки продукції шляхом виплат по врахованих ним векселям.

На третьому етапі (III) імпортер індосує (або авалує) свої векселі у банку своєї країни.

На четвертому етапі (IV) банк країни-імпортера пересилає індосирувані (авальовані) їм векселі підприємства-імпортера на адресу підприємства-експортера.

На п'ятому етапі (V) підприємство-експортер продає векселі банку (факторинговій компанії) своєї країни і отримує за це відповідні кошти.

На шостому етапі (VI) банк (факторингова компанія) країни-експортера індосує векселі, перепродуючи їх на ринку цінних паперів.

8. Побудова ефективних систем контролю за рухом і своєчасною інкасацією дебіторської заборгованості. Цей контроль організовується у межах побудови загальної системи фінансового контролю на підприємстві як її самостійний блок. Одним з видів таких систем є «Система ABC» стосовно до портфеля дебіторської заборгованості підприємства. До категорії «А» включаються при цьому найбільш великі й сумнівні види дебіторської заборгованості (так звані «проблемні кредити»); у категорію «В» – кредити середніх розмірів; до категорії «З» – інші види дебіторської заборгованості, що не мають серйозного впливу на результати фінансової діяльності підприємства.

Критеріями оптимальності розробленої і здійснюваної кредитної політики будь-якого типу та за будь-якими формами надаваного кредиту, а, відповідно, й середнього розміру дебіторської заборгованості за розрахунками з покупцями за реалізовану їм продукцію, можна розглядати:

- 1) максимізацію чистого прибутку від інвестування коштів у дебіторську заборгованість (порівняно з іншими доступними для підприємства варіантами кредитної політики);
- 2) максимізацію економічної доданої вартості від інвестування коштів у дебіторську заборгованість (порівняно з іншими доступними для підприємства варіантами кредитної політики);
- 3) максимізацію приведеної вартості грошових потоків від погашення дебіторської заборгованості (порівняно з іншими доступними для підприємства варіантами кредитної політики).

6.4. Управління грошовими активами

Управління грошовими активами або залишком грошових коштів, що постійно знаходиться у розпорядженні підприємства, становить невід'ємну частину функцій загального управління оборотними активами. Розмір залишку грошових активів, яким оперує підприємство у процесі господарської діяльності, визначає рівень його абсолютної платоспроможності (готовність підприємства негайно розрахуватися за всіма своїми невідкладними зобов'язаннями), впливає на розмір капіталу, який інвестується в оборотні активи, а також певним чином характеризує його інвестиційні можливості (інвестиційний потенціал здійснення підприємством короткострокових фінансових інвестицій).

Формування підприємством запасів грошових коштів викликається низкою причин, які покладені в основу відповідної класифікації залишків його грошових активів (рис. 6.15).

Операційний (або трансакційний) залишок грошових активів формується з метою забезпечення поточних платежів, пов'язаних з операційною діяльністю підприємства: по закупівлі сировини, матеріалів і напівфабрикатів; оплаті праці; сплаті податків; оплаті послуг сторонніх організацій тощо. Цей вид залишку коштів є основним у складі сукупних грошових активів підприємства.

Страховий (або резервний) залишок грошових активів формується для страхування ризику несвоєчасного надходження коштів від операційної діяльності у зв'язку з погіршенням кон'юнктури на ринку готової продукції, уповільненням платіжного обороту та з інших причин. Необхідність формування цього виду залишку обумовлена вимогами підтримки постійної платоспроможності підприємства за невідкладними фінансовими зобов'язаннями. На розмір цього виду залишку грошових активів значно впливає доступність отримання підприємством короткострокових фінансових кредитів.

Інвестиційний (або спекулятивний) залишок грошових активів формується з метою здійснення ефективних короткострокових фінансових інвестицій при сприятливій кон'юктурі в окремих сегментах ринку грошей. Цей вид залишку може цілеспрямовано формуватися лише у тому випадку, якщо повністю задоволена потреба у формуванні грошових авуарів інших видів. На сучасному етапі економічного розвитку країни переважна частина підприємств не має можливості формувати цей вид грошових активів.

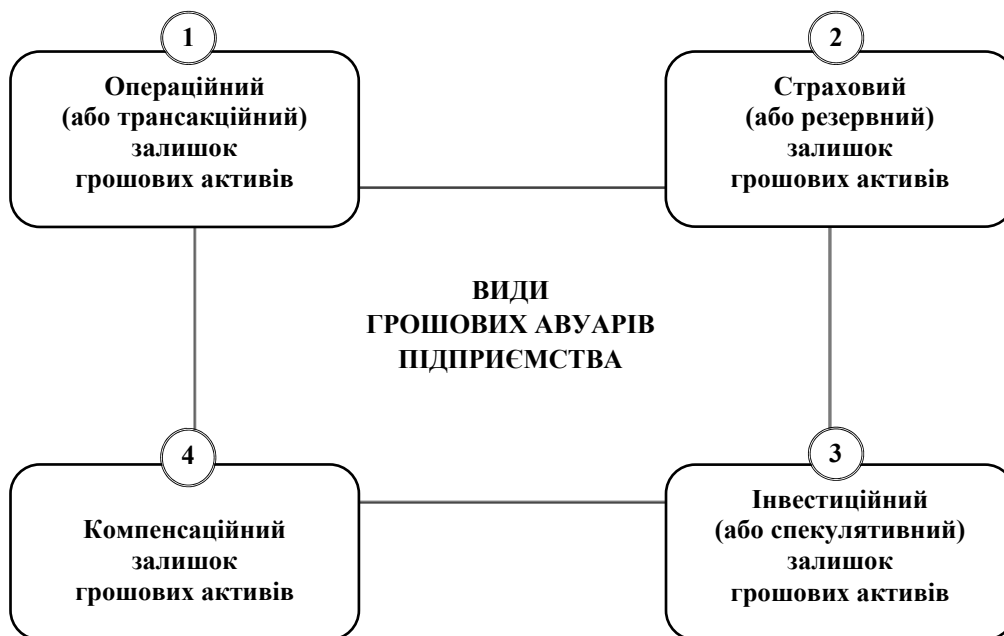


Рис. 6.15. Основні види грошових авуарів, що формуються у складі оборотних активів

Компенсаційний залишок грошових активів формується в основному на вимогу банку, що здійснює розрахункове обслуговування підприємства й надає йому інші види фінансових послуг. Він являє собою суму грошових активів, яка не знижується і яку підприємство, відповідно до умов угоди про банківське обслуговування, має постійно зберігати на своєму розрахунковому рахунку. Формування такого залишку грошових активів є однією з умов надання підприємству бланкового (незабезпеченого) кредиту й широкого спектра банківських послуг.

Розглянуті види залишків грошових активів характеризують лише економічні мотиви формування підприємством своїх грошових авуарів, однак чітке їх розмежування у практичних умовах є досить проблематичним. Так, страховий залишок грошових активів у період його незатребуваності може використатися в інвестиційних цілях або розглядатися паралельно як компенсаційний залишок підприємства. Аналогічним чином інвестиційний залишок грошових активів у період його незатребуваності являє собою страховий або компенсаційний залишок цих активів. Однак при формуванні розміру сукупного залишку грошових активів має бути врахований кожен з названих мотивів.

Основною метою управління грошовими активами є забезпечення постійної платоспроможності підприємства. У цьому випадку отримує свою реалізацію функція грошових активів як засобу платежу, що забезпечує реалізацію цілей формування їхнього операційного, страхового і компенсаційного залишків. Пріоритетність цієї мети визначається тим, що ні великий розмір оборотних активів і власного капіталу, ні високий рівень рентабельності господарської діяльності не можуть застрахувати підприємство від порушення проти нього позову про банкрутство, якщо у передбачений термін через недостатність грошових активів воно не зможе розрахуватися за своїми невідкладними фінансовими зобов'язаннями. Саме тому у практичній діяльності управління грошовими активами часто ототожнюється з управлінням платоспроможністю (або управлінням ліквідністю).

Поряд з цією основною метою важливим завданням у процесі управління грошовими активами є забезпечення ефективного використання тимчасово вільних грошових коштів, а також їх сформованого інвестиційного залишку.

З урахуванням ролі грошових активів у забезпеченні платоспроможності підприємства організовується процес управління ними. При здійсненні цього управління варто врахувати, що вимоги забезпечення постійної платоспроможності підприємства визначають необхідність створення високого розміру грошових активів, тобто переслідують мету *максимізації їх середнього залишку* у межах фінансових можливостей підприємства. З іншого боку, варто врахувати, що грошові активи підприємства у національній валюті при їхньому зберіганні значно піддаються втраті реальної вартості від інфляції; окрім того, грошові активи у національній та іноземній валюті при зберіганні втрачають свою вартість у часі, що визначає необхідність мінімізації їхнього середнього залишку. Ці суперечливі вимоги мають бути враховані при здійсненні управління грошовими активами, яке у зв'язку із цим набуває оптимізаційного характеру.

Управління грошовими активами підприємства здійснюється у такій послідовності (рис. 6.16):

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

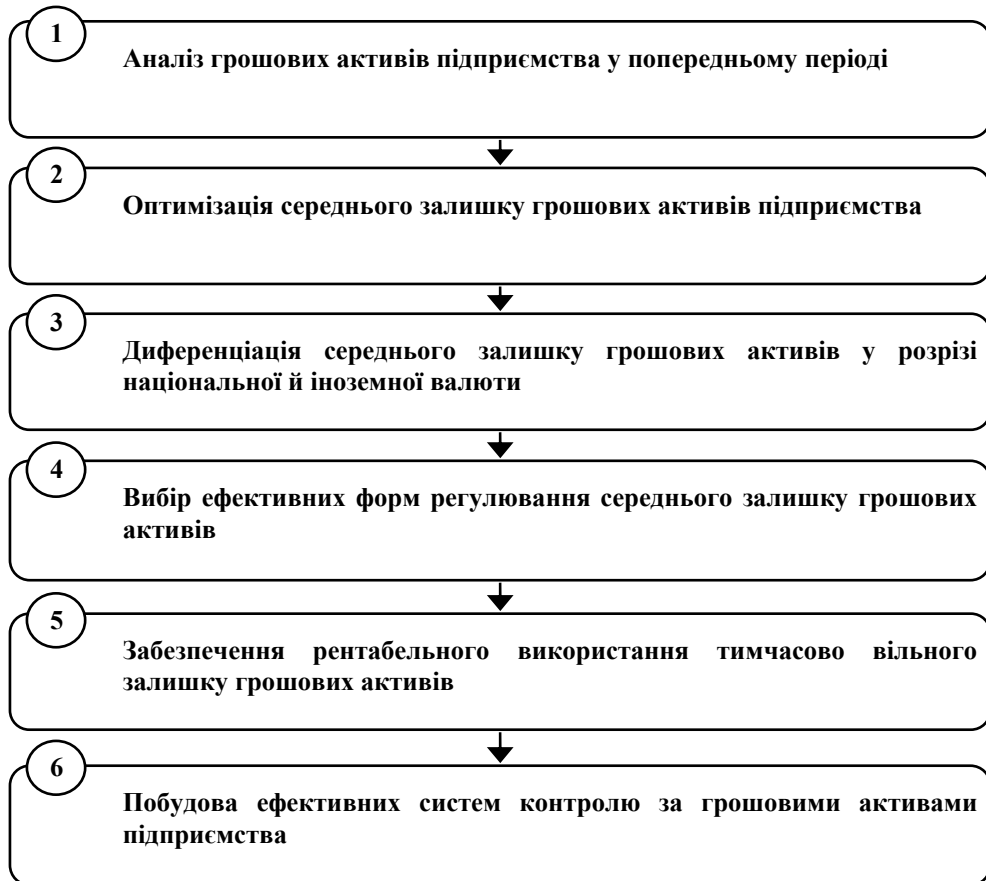


Рис. 6.16. Основні етапи управління грошовими активами підприємства

1. Аналіз грошових активів підприємства у попередньому періоді. Основною метою цього аналізу є оцінка суми й рівня середнього залишку грошових активів з позицій забезпечення платоспроможності підприємства, а також визначення ефективності їхнього використання.

- На першій стадії аналізу оцінюється ступінь участі грошових активів у сукупних оборотних активах підприємства і його динаміка у попередньому періоді. Оцінка здійснюється на основі визначення коефіцієнта участі грошових активів у сукупних оборотних активах підприємства, що розраховується за такою формулою:

$$КУ_{ГА} = \frac{\overline{ГА}}{\overline{ОА}}, \quad (6.30)$$

де $КУ_{ГА}$ – коефіцієнт участі грошових активів у сукупних оборотних активах підприємства;
 $\overline{ГА}$ – середній залишок сукупних грошових активів підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{ОА}$ – середня сума оборотних активів підприємства у досліджуваному періоді.

• На другій стадії аналізу визначається середній період обороту і кількість оборотів грошових активів у досліджуваному періоді. Такий аналіз проводиться для співставлення середньої суми грошових активів з обсягом грошових платежів (негативним грошовим потоком підприємства).

Середній період обороту грошових активів розраховується за такою формулою:

$$ПО_{ГА} = \frac{\overline{ГА}}{Вга_О}, \quad (6.31)$$

де $ПО_{ГА}$ – середній період обороту грошових активів, у днях;
 $\overline{ГА}$ – середній залишок сукупних грошових активів підприємства у досліджуваному періоді;
 $Вга_О$ – одноденний обсяг витрачання грошових коштів у досліджуваному періоді.

Аналогічним чином здійснюється розрахунок зворотного показника – кількості оборотів середнього залишку грошових активів у досліджуваному періоді:

$$КО_{ГА} = \frac{Вга}{\overline{ГА}}, \quad (6.32)$$

де $КО_{ГА}$ – кількість оборотів середнього залишку грошових активів у досліджуваному періоді;
 $Вга$ – загальний обсяг витрачання грошових коштів у досліджуваному періоді;
 $\overline{ГА}$ – середній залишок сукупних грошових активів підприємства у досліджуваному періоді.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

• На *третьій стадії аналізу* визначається рівень абсолютної платоспроможності підприємства по окремих місяцях попереднього періоду. Для цього розраховується коефіцієнт абсолютної платоспроможності або «кислотний тест», формула якого розглянута у системі показників аналізу фінансового стану підприємства.

• На *четвертій стадії аналізу* визначається рівень відволікання вільного залишку грошових активів у короткострокові фінансові інвестиції (еквіваленти коштів) і коефіцієнт рентабельності короткострокових фінансових інвестицій.

Рівень відволікання вільного залишку грошових активів у короткострокові фінансові інвестиції визначається за такою формулою:

$$PB_{\text{КФІ}} = \frac{\overline{\text{КФІ}} \cdot 100}{\overline{\text{ГА}}}, \quad (6.33)$$

де $PB_{\text{КФІ}}$ – рівень відволікання вільного залишку грошових активів у короткострокові фінансові інвестиції, у %;
 $\overline{\text{КФІ}}$ – середній залишок грошових еквівалентів у формі короткострокових фінансових інвестицій у досліджуваному періоді;
 $\overline{\text{ГА}}$ – середній залишок сукупних грошових активів підприємства у досліджуваному періоді.

Коефіцієнт рентабельності короткострокових фінансових інвестицій – еквівалентів грошових коштів, розраховується за такою формулою:

$$KP_{\text{КФІ}} = \frac{\Pi}{\overline{\text{КФІ}}}, \quad (6.34)$$

де $KP_{\text{КФІ}}$ – коефіцієнт рентабельності короткострокових фінансових інвестицій;
 Π – сума прибутку, отримана підприємством від короткострокового інвестування вільних грошових активів у досліджуваному періоді;
 $\overline{\text{КФІ}}$ – середній залишок грошових еквівалентів у формі короткострокових фінансових інвестицій у досліджуваному періоді.

Результати проведеного аналізу використовуються у процесі наступної розробки окремих параметрів управління грошовими активами підприємства.

2. Оптимізація середнього залишку грошових активів підприємства. Така оптимізація забезпечується шляхом використання наступних методів.

Метод техніко-економічних розрахунків. Передбачає визначення необхідного обсягу грошових коштів у розрізі їх окремих елементів відповідно до мотивації ліквідності.

❖ *Потреба в операційному (трансакційному) залишку грошових активів* характеризує їх мінімально необхідну суму, необхідну для здійснення поточної господарської діяльності. Розрахунок цієї суми ґрунтується на плановому обсязі негативного грошового потоку по операційній діяльності (відповідному розділі плану надходження й витрати коштів) і кількості оборотів грошових активів. Для розрахунку планованої суми операційного залишку грошових активів використовується така формула:

$$\overline{\Gamma A_o} = \frac{ПО_{од}}{КО_{га}}, \quad (6.35)$$

- де $\overline{\Gamma A_o}$ – планова сума операційного залишку грошових активів підприємства;
 $ПО_{од}$ – планований обсяг негативного грошового потоку (суми витрачання грошових коштів) по операційній діяльності підприємства;
 $КО_{га}$ – кількість оборотів середнього залишку грошових активів у плановому періоді.

Розрахунок планової суми операційного залишку грошових активів може бути здійснено на основі їх звітного показника, якщо у процесі аналізу було встановлено, що він забезпечив своєчасність здійснення усіх платежів, які пов'язані з операційною діяльністю підприємства. У даному випадку для розрахунку використовується наступна формула:

$$\overline{\Gamma A_o} = \overline{\Gamma A_{\phi}} + \frac{ПО_{од} - \Phi O_{од}}{КО_{га}}, \quad (6.36)$$

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

- де $\overline{\Gamma A_O}$ – планова сума операційного залишку грошових активів підприємства;
 $\overline{\Gamma A_\Phi}$ – фактична сума операційного залишку грошових активів підприємства у попередньому аналогічному періоді;
 $ПО_{ОД}$ – планований обсяг вихідного грошового потоку (суми витрачання грошових коштів) по операційній діяльності підприємства;
 $ФО_{ОД}$ – фактичний обсяг вихідного грошового потоку (суми витрачання грошових коштів) по операційній діяльності підприємства у попередньому аналогічному періоді;
 $КО_{ГА}$ – кількість оборотів середнього залишку грошових активів у плановому періоді.

❖ *Потреба у страховому залишку грошових активів* визначається на підставі розрахованої суми їх операційного залишку та коефіцієнта нерівномірності (коефіцієнта варіації) надходження грошових коштів на підприємство по окремих місяцях попереднього року. Для розрахунку планової суми страхового залишку грошових активів використовується така формула:

$$\Gamma A_C = \Gamma A_O \cdot KB_{НГК}, \quad (6.37)$$

- де ΓA_C – планована сума страхового залишку грошових активів підприємства;
 ΓA_O – планова сума операційного залишку грошових активів підприємства;
 $KB_{НГК}$ – коефіцієнт варіації надходження коштів на підприємство у звітному періоді.

❖ *Потреба у компенсаційному залишку грошових активів* планується у розмірі, що визначається угодою про банківське обслуговування. Якщо угода з банком, що здійснює розрахункове обслуговування підприємства, таку вимогу не містить, цей вид залишку грошових активів на підприємстві не планується.

❖ *Потреба в інвестиційному (спекулятивному) залишку грошових активів* планується, виходячи з фінансових можливостей підприємства тільки після того, як повністю забезпечена потреба в інших видах

залишків грошових активів. Оскільки ця частина грошових активів не втрачає своєї вартості у процесі зберігання (при формуванні ефективного портфеля короткострокових фінансових інвестицій), їх сума не має верхньої межі. Критерієм формування цієї частини грошових активів є необхідність забезпечення більш високого коефіцієнта рентабельності короткострокових інвестицій порівняно з коефіцієнтом рентабельності операційних активів.

Загальний розмір середнього залишку грошових активів у плановому періоді визначається шляхом підсумовування розрахованої потреби в окремих їхніх видах:

$$\overline{ГА} = \overline{ГА_о} + \overline{ГА_с} + \overline{ГА_к} + \overline{ГА_і}, \quad (6.38)$$

- де
- $\overline{ГА}$ – середня сума грошових активів у складі оборотного капіталу підприємства у плановому періоді;
 - $\overline{ГА_о}$ – середня сума операційного залишку грошових активів у плановому періоді;
 - $\overline{ГА_с}$ – середня сума страхового залишку грошових активів у плановому періоді;
 - $\overline{ГА_к}$ – середня сума компенсаційного залишку грошових активів у плановому періоді;
 - $\overline{ГА_і}$ – середня сума інвестиційного залишку грошових активів у плановому періоді.

З огляду на те, що залишки грошових активів, які обумовлюються операційним, інвестиційним та страховим мотивами взаємозамінні, загальна потреба у них при обмежених фінансових можливостях підприємства може бути відповідно скорочена.

Економіко-математичні методи. Найбільш широкого використання серед таких методів отримала **модель Баумоля**, що перший трансформував для планування залишку коштів раніше розглянуту модель ЕОQ. Вихідними положеннями моделі Баумоля є сталість потоку витрачання грошових коштів, зберігання усіх резервів грошових активів у формі короткострокових фінансових інвестицій і зміна залишку грошових активів від їх максимуму до мінімуму, що дорівнює нулю.

Математичний алгоритм розрахунку максимальних і середнього оптимальних розмірів залишку коштів відповідно до моделі Баумоля має такий вигляд:

$$\begin{aligned} \Gamma A_{max} &= \sqrt{\frac{2 \cdot B_o \cdot \text{ПО}_{\text{до}}}{B_d}}; \\ \overline{\Gamma A} &= \frac{\Gamma A_{max}}{2}, \end{aligned} \quad (6.39)$$

- де ΓA_{max} – оптимальний розмір максимального залишку грошових активів підприємства;
 B_o – витрати по обслуговуванню однієї операції поповнення грошових коштів;
 $\text{ПО}_{\text{до}}$ – планований обсяг негативного грошового потоку по операційній діяльності (суми витрачання грошових коштів);
 $\overline{\Gamma A}$ – оптимальний розмір середнього залишку грошових активів підприємства;
 B_d – рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні грошових коштів (середня ставка відсотка по короткостроковим фінансовим інвестиціям), виражений десятковим дробом.

Модель Міллера-Орра є ще більш складним алгоритмом визначення оптимального розміру залишків грошових активів. Вихідні положення цієї моделі передбачають наявність певного розміру страхового запасу й певну нерівномірність у надходженні й витрачанні грошових коштів, а, відповідно, і залишку грошових активів. Мінімальна межа формування залишку грошових активів приймається на рівні страхового залишку, а максимальна – на рівні трикратного розміру страхового запасу.

Математичний алгоритм розрахунку діапазону коливань залишку грошових активів між мінімальним і максимальним його значеннями має такий вигляд:

$$\text{ДКЗ}_{\min/\max} = 3 \cdot \sqrt[3]{\frac{3 \cdot B_o \sigma_{\Gamma A}^2}{4 \cdot B_d}}, \quad (6.40)$$

- де $\text{ДКЗ}_{\min/\max}$ – діапазон коливань суми залишку грошових активів між мінімальним і максимальним його значеннями;
 B_o – витрати на обслуговування однієї операції поповнення грошових коштів;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- $\sigma_{ГА}$ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення щоденного обсягу негативного грошового потоку;
 $В_d$ – середньоденний рівень втрати альтернативних доходів при зберіганні грошових коштів (середньоденна ставка відсотка по короткостроковим фінансовим інвестиціям), виражений десятковим дробом.

Відповідно максимальний і середній залишки грошових активів визначаються за формулами:

$$\begin{aligned} ГА_{max} &= ГА_{min} + ДКЗ_{min/max}; \\ \overline{ГА} &= ГА_{min} + \frac{ДКЗ_{min/max}}{3}, \end{aligned} \quad (6.41)$$

- де $ГА_{max}$ – оптимальний розмір максимального залишку грошових активів підприємства;
 $\overline{ГА}$ – оптимальний розмір середнього залишку грошових активів підприємства;
 $ГА_{min}$ – мінімальний (або страховий) залишок грошових активів підприємства;
 $ДКЗ_{min/max}$ – діапазон коливань суми залишку грошових активів між мінімальним і максимальним його значеннями.

Незважаючи на чіткий математичний апарат розрахунків оптимальних сум залишків грошових активів, обидві наведені моделі (модель Баумоля й модель Міллера-Орра) доки ще мають складнощі для застосування у вітчизняній практиці фінансового менеджменту з наступних причин:

- хронічна недостатність оборотних активів не дозволяє підприємствам формувати залишок грошових коштів у необхідних розмірах з урахуванням їх резерву;
- уповільнення платіжного обороту викликає значні (іноді непередбачені) коливання у розмірах грошових надходжень, що відповідно відбивається й на сумі залишку грошових активів;
- обмежений перелік короткострокових фондових інструментів, що обертаються, і низька їхня ліквідність ускладнюють використання у розрахунках показників, які пов'язані з короткостроковими фінансовими інвестиціями.

Метод відсотка від виручки від реалізації. Передбачає визначення необхідного обсягу запасів грошових коштів як середнього відсотка від планової виручки від реалізації. Зазначений метод може використовуватися у випадку, якщо у звітному періоді підприємство не відчувало дефіциту платіжних засобів і, відповідно, рівень грошових активів відносно виручки, що склався на підприємстві, можна розглядати як прийнятний норматив для їх планування.

$$ГА_{пл} = \frac{В_{га} \cdot ВР_{пл}}{100}, \quad (6.42)$$

де $ГА_{пл}$ – плановий обсяг запасу грошових активів;
 $В_{га}$ – відсоток грошових активів до обсягу виручки від реалізації у звітному періоді;
 $ВР_{пл}$ – плановий обсяг виручки від реалізації.

Нормативний метод. Передбачає визначення необхідного запасу грошових коштів відповідно до цільового коефіцієнта абсолютної ліквідності та запланованого обсягу поточних зобов'язань для фінансування запасів і дебіторської заборгованості. Розрахунок необхідного обсягу грошових коштів відповідно до цього методу здійснюється наступним чином:

$$ГА_{пл} = \frac{К_{ал} \cdot ПЗ}{1 - К_{ал}}, \quad (6.43)$$

де $ГА_{пл}$ – плановий обсяг запасу грошових активів;
 $ПЗ$ – плановий обсяг поточних зобов'язань для фінансування запасів і дебіторської заборгованості;
 $К_{ал}$ – цільовий коефіцієнт абсолютної ліквідності.

3. Диференціація середнього залишку грошових активів у розрізі національної й іноземної валюти. Така диференціація здійснюється лише на тих підприємствах, які ведуть зовнішньоекономічну діяльність. Мета такої диференціації полягає у тому, щоб із загальної оптимізованої потреби у грошових активах виділити їх валютну частину, аби забезпечити формування необхідних підприємству валютних фондів. Основою здійснення такої диференціації є планований обсяг витрачання коштів у розрізі внутрішніх і зовнішньоекономічних операцій у процесі здійснення операційної діяльності. При розрахунках використовуються формули визначення потреби в операційному й страховому залишках грошових активів з їх диференціацією за видами валют.

4. Вибір ефективних форм регулювання середнього залишку грошових активів. Таке регулювання проводиться з метою забезпечення постійної платоспроможності підприємства, а також з метою зменшення розрахункової максимальної й середньої потреби у залишках грошових активів.

Основним методом регулювання середнього залишку грошових активів є коригування потоку майбутніх платежів (перенесення строку окремих платежів по завчасному узгодженню з контрагентами). Таке коректування здійснюється у наступні етапи.

- *На першій стадії* на основі плану (бюджету) надходження й витрати грошових коштів у майбутньому кварталі вивчається діапазон коливань залишку грошових активів підприємства у розрізі окремих декад. Цей діапазон коливань визначається стосовно мінімального й середнього показників залишків грошових активів у майбутньому періоді (табл. 6.3).

Таблиця 6.3

Діапазон коливань залишку грошових активів підприємства у майбутньому кварталі в розрізі декад

Декада	Залишок грошових активів, тис. ум. грош. од.	Відхилення декадного показника від середнього		Відхилення декадного показника від мінімального (у другій декаді)	
		тис. ум. грош. од. (+, -)	відсотки (+, -)	тис. ум. грош. од. (+, -)	відсотки (+, -)
1	1,30	-0,16	-10,9	0,05	4,0
2	1,25	-0,21	-14,4	-	-
3	1,34	-0,12	-8,2	0,09	7,2
4	1,42	-0,04	-2,7	0,17	13,6
5	1,51	+0,05	+3,4	0,26	20,8
6	1,48	+0,02	+1,4	0,23	18,4
7	1,44	-0,02	-1,4	0,19	15,2
8	1,56	+0,10	+6,8	0,31	24,8
9	1,58	+0,12	+8,2	0,33	26,4
У середньому за декаду	1,46	-	-	-	-

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

У процесі виявлення діапазону коливань залишку грошових активів установлюються такі їх значення у плановому періоді:

- мінімальний залишок грошових активів (1,25 тис. ум. грош. од.);
- максимальний залишок грошових активів (1,58 тис. ум. грош. од.);
- середній залишок грошових активів (1,46 тис. ум. грош. од.).

• *На другій стадії* регулюються декадні строки витрачання грошових коштів (у взаємозв'язку з їхнім надходженням), що дозволяє мінімізувати залишки грошових активів у межах кожного місяця й кварталу у цілому. Критерієм оптимальності цього етапу регулювання потоку майбутніх платежів є мінімальний рівень середньоквадратичного (стандартного) відхилення декадних значень залишку грошових активів підприємства від їх середнього розміру.

• *На третій стадії* отримані у результаті регулювання потоку платежів значення залишків грошових активів оптимізуються з урахуванням передбачуваного розміру страхового залишку цих активів. Спочатку визначаються максимальний і мінімальний залишки грошових активів з урахуванням нового діапазону їх коливань і розміру страхового їхнього запасу, а потім – їх середній залишок (половина суми мінімального й максимального залишків грошових активів).

Вивільнена у процесі подекадного коректування потоку платежів сума грошових активів реінвестується у короткострокові фінансові інструменти або в інші види активів.

Існують й інші форми оперативного регулювання середнього залишку грошових активів, що забезпечують як збільшення, так і зниження його розміру. Ці форми розглядаються у складі управління грошовими потоками підприємства.

5. Забезпечення рентабельного використання тимчасово вільного залишку грошових активів. На цьому етапі формування політики управління грошовими активами розробляється система заходів щодо мінімізації рівня втрат альтернативного доходу у процесі їхнього зберігання і протиінфляційного захисту. До числа основних з таких заходів відносяться:

• узгодження з банком, що здійснює розрахункове обслуговування підприємства, умов поточного зберігання залишку грошових активів з виплатою депозитного відсотка по середній сумі цього залишку (наприклад, шляхом відкриття контокорентного рахунку у банку);

• використання короткострокових грошових інструментів інвестування (у першу чергу, депозитних внесків у банках) для тимчасового зберігання страхового й інвестиційного залишків грошових активів;

• використання високоприбуткових фондів інструментів для інвестування резерву і вільного залишку грошових активів (державних короткострокових облігацій; короткострокових депозитних сертифікатів банків тощо), але за умови достатньої ліквідності цих інструментів на фінансовому ринку.

6. Побудова ефективних систем контролю за грошовими активами підприємства. Об'єктом такого контролю є сукупний рівень залишку грошових активів, що забезпечують поточну платоспроможність підприємства, а також рівень ефективності сформованого портфеля короткострокових фінансових інвестицій – еквівалентів грошових коштів підприємства.

Грошові активи відіграють визначальну роль у процесі забезпечення платоспроможності по двох видах фінансових зобов'язань підприємства – невідкладним (зі строком виконання до одного місяця) і короткостроковим (зі строком виконання до трьох місяців); поточні зобов'язання зі строком виконання до одного року забезпечуються переважно іншими видами оборотних активів. Контроль за сукупним рівнем залишку грошових активів при забезпеченні платоспроможності підприємства має виходити з наступних критеріїв:

НЕВІДКЛАДНІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ (з терміном виконання до 1 місяця)	$\leq$	ЗАЛИШОК ГРОШОВИХ АКТИВІВ

КОРОТКОСТРОКОВІ ЗОБОВ'ЯЗАННЯ (з терміном виконання до 3 місяців)	$\leq$	ЗАЛИШОК ГРОШОВИХ АКТИВІВ + Розмір чистої вартості реалізації поточної дебіторської заборгованості

Контроль за рівнем ефективності сформованого портфеля короткострокових фінансових інвестицій – еквівалентів грошових коштів підприємства, має виходити з таких критеріїв:

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

РІВЕНЬ ПРИБУТКОВОСТІ портфеля у цілому й окремих його інструментів	$\geq$	Середньоринковий рівень прибутковості короткострокових інвестицій при відповідному рівні ризику
РІВЕНЬ ПРИБУТКОВОСТІ кожного інструмента інвестування	$\geq$	Темп інфляції у країні

Система контролю за грошовими активами має бути інтегрована у загальну систему фінансового контролінгу підприємства.

6.5. Управління фінансуванням оборотних активів

Управління фінансуванням оборотних активів підприємства підпорядковується цілям забезпечення необхідної потреби у них відповідними фінансовими ресурсами та оптимізації структури джерел формування цих ресурсів. З урахуванням цієї мети будується управління фінансуванням оборотних активів підприємства.

Таке управління здійснюється у наступній послідовності (рис. 6.17):

1. Аналіз стану фінансування оборотних активів підприємства у попередньому періоді. Основною метою цього аналізу є оцінка рівня достатності фінансових ресурсів, що інвестуються в оборотні активи, а також ступеня ефективності формування структури джерел їхнього фінансування з позицій впливу на фінансову стійкість підприємства.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

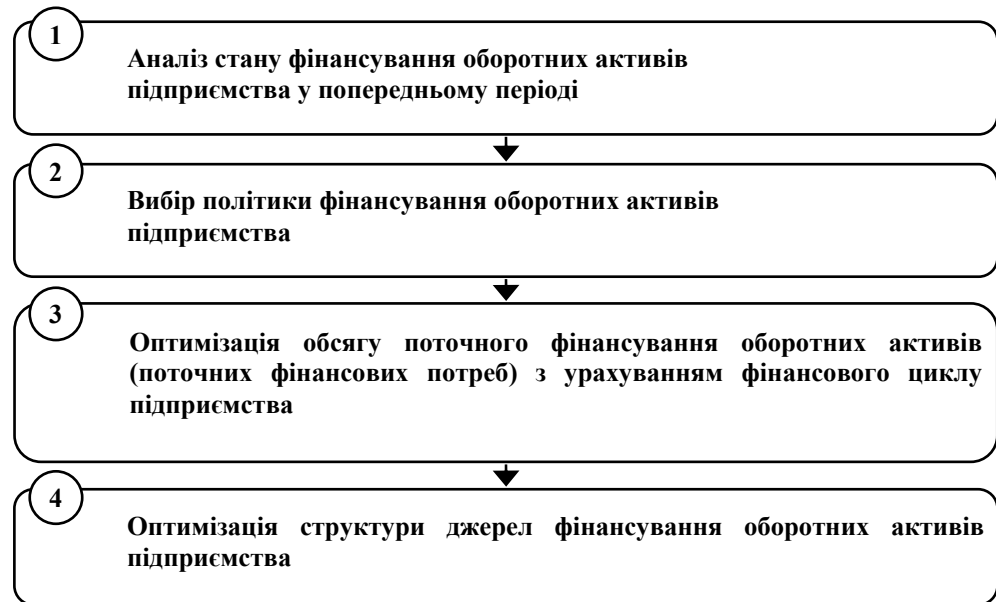


Рис. 6.17. Основні етапи управління фінансуванням оборотних активів підприємства

- На першій стадії аналізу проводиться оцінка достатності фінансових ресурсів, що інвестуються в оборотні активи, з позицій задоволення потреби в них у попередньому періоді. Така оцінка проводиться на основі коефіцієнта достатності фінансування оборотних активів підприємства у цілому, у тому числі власних оборотних активів. Для того, щоб нівелювати вплив зміни обсягу реалізації продукції на розглянуті показники, вони виражаються відносними значеннями (у днях обороту). Розрахунок зазначених коефіцієнтів здійснюється за такими формулами:

$$\text{КД}\Phi_{\text{OA}} = \frac{\text{фПО}_{\text{OA}}}{\text{нПО}_{\text{OA}}}; \text{КД}\Phi_{\text{BOA}} = \frac{\text{фПО}_{\text{BOA}}}{\text{нПО}_{\text{BOA}}}, \quad (6.44)$$

де $\text{КД}\Phi_{\text{OA}}$ – коефіцієнт достатності фінансування оборотних активів у досліджуваному періоді;
 $\text{КД}\Phi_{\text{BOA}}$ – коефіцієнт достатності фінансування власних оборотних активів;

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

- фПО_{ОА} – фактичний період обороту оборотних активів у днях у досліджуваному періоді;
нПО_{ОА} – норматив оборотних активів підприємства у днях, встановлений на відповідний досліджуваний період;
фПО_{ВОА} – фактичний період обороту власних оборотних активів у днях у досліджуваному періоді;
нПО_{ВОА} – норматив власних оборотних активів підприємства у днях, встановлений на відповідний період, що розглядається.

• На другій стадії аналізу розглядаються сума та рівень чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) і темпи зміни цих показників по окремих періодах. Для оцінки рівня чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) використовується відповідний коефіцієнт, що розраховується за такою формулою:

$$K_{\text{чОА}} = \frac{\overline{\text{чОА}}}{\overline{\text{ОА}}}, \quad (6.45)$$

- де $K_{\text{чОА}}$ – коефіцієнт чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) підприємства;
 $\overline{\text{чОА}}$ – середня сума чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{\text{ОА}}$ – середня сума оборотних активів (валового робочого капіталу) підприємства у досліджуваному періоді.

Цей показник значним чином характеризує тип політики фінансування оборотних активів, що здійснювалася підприємством у попередньому періоді.

• На третій стадії аналізу вивчаються обсяг і рівень поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства у звітному періоді, які обумовлені потребами його фінансового циклу.

Обсяг поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства розраховується за такою формулою:

$$\text{ОПФ}_{\text{ОА}} = \overline{З_{\text{тмц}}} + \overline{\text{ДЗ}} + \overline{\text{КЗ}}, \quad (6.46)$$

- де $\text{ОПФ}_{\text{ОА}}$ – середній обсяг поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства у досліджуваному періоді;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- $\overline{З_{\text{тмц}}}$ – середня сума запасів товарно-матеріальних цінностей у складі оборотних активів підприємства в аналітичному періоді;
 $\overline{ДЗ}$ – середня сума поточної дебіторської заборгованості підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{КЗ}$ – середня сума кредиторської заборгованості підприємства у досліджуваному періоді.

У процесі вивчення динаміки обсягу поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства у досліджуваному періоді досліджується роль окремих факторів, що визначили зміну цього показника – зміна середньої суми запасів; зміна середньої суми поточної дебіторської заборгованості; зміна середньої суми кредиторської заборгованості.

Рівень поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства оцінюється на основі відповідного коефіцієнта, що розраховується за такою формулою:

$$\text{КПФ}_{\text{ОА}} = \frac{\overline{\text{ОПФ}_{\text{ОА}}}}{\overline{\text{ОА}}}, \quad (6.47)$$

- де $\text{КПФ}_{\text{ОА}}$ – коефіцієнт поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{\text{ОПФ}_{\text{ОА}}}$ – середній обсяг поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{\text{ОА}}$ – середня сума оборотних активів підприємства у досліджуваному періоді.

• На четвертій стадії аналізу розглядається динаміка суми й питомої ваги окремих джерел фінансування оборотних активів підприємства у попередньому періоді. У процесі аналізу позикових джерел фінансування оборотних активів ці джерела розглядаються у розрізі строків їхнього використання (довгострокових і короткострокових) і видів кредиту, який залучається (фінансового й товарного).

Результати проведеного аналізу використовуються у процесі наступної розробки окремих параметрів управління фінансуванням оборотних активів.

2. Вибір політики фінансування оборотних активів підприємства. Ця політика покликана відображати загальну філософію фінансового управління підприємства з позицій прийнятного співвідношення рівня прибутковості й ризику фінансової діяльності, а також коре-

спондуватися з раніше розглянутою політикою формування оборотних активів. У процесі вибору політики фінансування оборотних активів використовується їхня класифікація за періодом функціонування, тобто у їх загальному складі виділяються постійна та змінна частина.

Відповідно до теорії управління фінансами існує три принципових типи політики фінансування різних груп оборотних активів підприємства.

Консервативний тип політики фінансування оборотних активів припускає, що за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу мають фінансуватися постійна частина оборотних активів і приблизно половина змінної їх частини. Друга половина змінної частини оборотних активів повинна фінансуватися за рахунок короткострокового позикового капіталу. Така модель (тип політики) фінансування оборотних активів забезпечує високий рівень фінансової стійкості підприємства (за рахунок мінімального обсягу використання короткострокових позикових засобів), однак збільшує витрати власного капіталу на їхнє фінансування, що за інших рівних умов призводить до зниження рівня його рентабельності.

Помірний (або компромісний) тип політики фінансування оборотних активів припускає, що за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу має фінансуватися постійна частина оборотних активів, тоді як за рахунок короткострокового позикового капіталу – увесь обсяг їх змінної частини. Така модель (тип політики) фінансування оборотних активів забезпечує прийнятний рівень фінансової стійкості підприємства і рентабельність використання власного капіталу, наближену до середньоринкової норми прибутку на капітал.

Агресивний тип політики фінансування оборотних активів припускає, що за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу фінансується лише невелика частка їх постійної частини (не більше половини), тоді як за рахунок короткострокового позикового капіталу – переважна частка постійної і вся змінна частини оборотних активів. Така модель (тип політики) створює проблеми у забезпеченні поточної платоспроможності і фінансової стійкості підприємства. Разом з тим, вона дозволяє здійснювати операційну діяльність із мінімальною потребою у власному капіталі, а, отже, забезпечувати за інших рівних умов найбільш високий рівень його рентабельності.

Той або інший тип політики фінансування показує коефіцієнт чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу) – його мінімальне значення характеризує здійснення підприємством політики агресивного типу, у той час як досить високе його значення (що спрямовується до одиниці) – політики консервативного типу.

Таким чином, формування відповідних принципів фінансування оборотних активів у кінцевому підсумку визначає співвідношення між рівнем рентабельності використання власного капіталу й рівнем ризику зниження фінансової стійкості та платоспроможності підприємства, своєрідним барометром якого є сума й рівень чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу).

3. Оптимізація обсягу поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) з урахуванням фінансового циклу підприємства. Така оптимізація дозволяє виявити й мінімізувати реальну потребу підприємства у фінансуванні оборотних активів за рахунок власного капіталу і фінансового кредиту, що залучається (у довгостроковій або короткостроковій його формах).

На першій стадії розрахунків прогнозується обсяг кредиторської заборгованості підприємства на майбутній період. Її основу становить як кредиторська заборгованість по товарних операціях, так і поточні зобов'язання за розрахунками підприємства. Розрахунок прогнозованого обсягу сукупної кредиторської заборгованості підприємства у майбутньому періоді здійснюється за такою формулою:

$$КЗ_{\Pi} = (\overline{КЗ}_T + \overline{ПЗР} + \overline{КЗ}_{\Pi P}) \cdot (1 + T_{\Pi P}), \quad (6.48)$$

де $КЗ_{\Pi}$ – прогнозний обсяг сукупної поточної кредиторської заборгованості підприємства;

$\overline{КЗ}_T$ – середня фактична сума поточної кредиторської заборгованості підприємства по товарних операціях в аналогічному попередньому періоді;

$\overline{ПЗР}$ – середня фактична сума поточних зобов'язань за розрахунками підприємства в аналогічному попередньому періоді;

$\overline{КЗ}_{\Pi P}$ – середня фактична сума простроченої поточної кредиторської заборгованості підприємства (усіх видів) в аналогічному попередньому періоді;

$T_{\Pi P}$ – планований темп приросту обсягу виробництва продукції, виражений десятковим дробом.

На другій стадії розрахунків, виходячи з раніше визначених планових обсягів запасів товарно-матеріальних цінностей, поточної дебіторської заборгованості, а також прогнозного обсягу поточної кредиторської заборгованості, визначається прогнозний обсяг поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) підприємства (формула розрахунку цього показника розглянута раніше).

На третій стадії розрахунків, з урахуванням виявлених у процесі аналізу резервів, розробляються заходи щодо скорочення прогнозного обсягу поточного фінансування оборотних активів (а, відповідно, і тривалості фінансового циклу) підприємства. Оскільки плановані запаси товарно-матеріальних цінностей забезпечують реальний приріст операційної діяльності, основна увага при розробці таких заходів приділяється забезпеченню скорочення обсягу поточної дебіторської заборгованості й особливо – збільшенню обсягу поточної кредиторської заборгованості підприємства за продукцію, яка йому поставляється.

Оптимізований з урахуванням цих заходів прогнозований обсяг поточного фінансування оборотних активів (поточних фінансових потреб) є основою вибору конкретних джерел фінансових засобів, що інвестуються у ці активи.

4. Оптимізація структури джерел фінансування оборотних активів підприємства. При визначенні структури цього фінансування виділяють наступні групи джерел:

- ❖ власний капітал підприємства;
- ❖ довгостроковий фінансовий кредит;
- ❖ короткостроковий фінансовий кредит;
- ❖ товарний (комерційний) кредит;
- ❖ мінімальний розмір поточних зобов'язань за розрахунками.

Обсяги фінансування оборотних активів за рахунок товарного кредиту постачальників (кредиторської заборгованості по товарних операціях), а також за рахунок поточних зобов'язань за розрахунками були визначені при прогнозуванні загального обсягу й складу поточної кредиторської заборгованості.

Обсяг фінансування оборотних активів за рахунок короткострокового фінансового кредиту визначається на основі такої формули:

$$КФК_{\Pi} = ОА_{\Pi} - ЧОА_{\Pi} - КЗ_{Т} - ПЗР_{\Pi}, \quad (6.49)$$

де $КФК_{\Pi}$ – планована потреба у короткостроковому фінансовому кредиті;

$ОА_{\Pi}$ – планована загальна сума оборотних активів підприємства;

$ЧОА_{\Pi}$ – прогнозна сума чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу);

$КЗ_{Т}$ – прогнозна сума кредиторської заборгованості по товарних операціях;

$ПЗР_{\Pi}$ – прогнозний мінімальний розмір поточних зобов'язань за розрахунками.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Участь власного й довгострокового позикового капіталу у фінансуванні чистих оборотних активів визначається, виходячи із цілей залучення довгострокового фінансового кредиту. Розрахунок обсягу фінансування чистого оборотного капіталу за рахунок довгострокового фінансового кредиту здійснюється за формулою:

$$\text{ДФК}_{\text{ОА}} = \text{ДФК} - \text{ДФК}_{\text{НА}}, \quad (6.50)$$

де $\text{ДФК}_{\text{ОА}}$ – сума довгострокового фінансового кредиту, інвестованого в оборотні активи;

ДФК – загальна сума довгострокового фінансового кредиту, залученого підприємством на початок планового періоду;

$\text{ДФК}_{\text{НА}}$ – сума довгострокового фінансового кредиту, залученого підприємством на цільове фінансування розвитку необоротних активів (капітальне будівництво нових об'єктів, фінансовий лізинг устаткування тощо).

Відповідно розрахунок обсягу власного капіталу, інвестованого в оборотні активи (чистий робочий капітал) здійснюється за формулою:

$$\text{ВК}_{\text{ОА}} = \text{ЧОА}_{\text{П}} - \text{ДФК}_{\text{ОА}}, \quad (6.51)$$

де $\text{ВК}_{\text{ОА}}$ – сума власного капіталу, що інвестується в оборотні активи (власний робочий капітал);

$\text{ЧОА}_{\text{П}}$ – прогнозована сума чистих оборотних активів (чистого робочого капіталу);

$\text{ДФК}_{\text{ОА}}$ – сума довгострокового фінансового кредиту, інвестованого в оборотні активи.

Цей показник може бути встановлений також на основі спеціальних нормативних розрахунків.

Результати розробленої політики формування й політики фінансування оборотних активів отримують своє відбиття у зведеному плановому документі – балансі формування й фінансування оборотних активів. Цей баланс дозволяє узгодити загальну потребу в оборотних активах із запланованим обсягом фінансових ресурсів, що залучаються з різних джерел для забезпечення їхнього формування.

Глава 7

УПРАВЛІННЯ НЕОБОРОТНИМИ
АКТИВАМИ

**7.1. Склад необоротних активів підприємства та особливості
фінансового управління ними**

Сформовані на первісному етапі діяльності підприємства операційні необоротні активи вимагають постійного управління ними. Це управління здійснюється у різних формах і різних функціональних підрозділах підприємства. Частина функцій цього управління покладається на фінансових менеджерів.

Розмаїття видів та елементів необоротних активів підприємства визначає необхідність попередньої їхньої класифікації з метою забезпечення цілеспрямованого управління ними. З позицій управління фінансами ця класифікація будується за такими основними ознаками (рис. 7.1).

1. **За основними функціональними видами** операційні необоротні активи підрозділяються таким чином:

а) *основні засоби* характеризують сукупність матеріальних активів підприємства у формі засобів праці, очікуваний строк корисного використання котрих перевищує один рік, які багаторазово беруть участь в операційному процесі та переносять на продукцію свою вартість частинами. Фінансовий облік виділяє наступні групи основних засобів:

- земельні ділянки;
- капітальні витрати на поліпшення земель;
- будинки, споруди та передавальні пристрої;
- машини й устаткування;
- транспортні засоби;
- інструменти, прилади, інвентар;
- інші основні засоби;
- інші необоротні матеріальні активи, що використовуються в операційному процесі;

б) *нематеріальні активи* характеризують сукупність немонетарних активів, що не мають матеріальної форми, термін використання яких в операційній діяльності підприємства перевищує один рік.



Рис. 7.1. Класифікація необоротних активів підприємства за основними ознаками

2. За характером обслуговування окремих напрямів операційної діяльності виділяють:

а) *необоротні активи, що обслуговують процес виробництва продукції*. До них відносяться усі види основних засобів і нематеріальних активів підприємства, які беруть безпосередню участь у виробництві продукції;

б) *необоротні активи, що обслуговують процес реалізації продукції*. До них відносяться усі види основних засобів і нематеріальних активів підприємства, які забезпечують продаж виготовленої продукції;

в) *необоротні активи, що обслуговують процес управління операційною діяльністю*. До них відносяться усі види основних засобів і нематеріальних активів підприємства, що забезпечують процес управління цією діяльністю.

Класифікація операційних необоротних активів за цією ознакою дозволяє конкретизувати управління їх формуванням і використанням.

3. За характером володіння операційні необоротні активи підприємства підрозділяються на такі групи:

а) *власні необоротні активи*. До них відносяться довгострокові активи підприємства, що належать йому на правах власності й володіння, які представлені у складі його балансу;

б) *орендовані необоротні активи* характеризують групу активів, що використовуються підприємством на правах користування відповідно до договору оренди (лізингу), який укладений з їхнім власником.

4. За формами забезпечення кредиту та особливостями страхування виділяють наступні групи необоротних активів:

а) *рухомі необоротні активи* характеризують групу довгострокових майнових цінностей підприємства, які у процесі застави (закладу) можуть бути вилучені з його володіння з метою забезпечення кредиту (машини й устаткування, транспортні засоби, довгострокові фондові інструменти тощо);

б) *нерухомі необоротні активи*. До них відноситься група довгострокових майнових цінностей підприємства, які не можуть бути вилучені з його володіння у процесі закладу, що забезпечує кредит (земельні ділянки, будинки, споруди, передавальні пристрої тощо).

5. За характером відображення зносу необоротні активи підрозділяються на наступні групи:

а) *необоротні активи, що амортизуються*. До них відносяться основні засоби й частина нематеріальних активів, по яких фізичний і функціональний (моральний) знос відбиваються в обліку за допомогою нарахування амортизації;

б) *необоротні активи, що не амортизуються*. До них відноситься інша частина необоротних активів підприємства, рівень зношування яких у фінансовому обліку не відображається.

Відповідно до цієї класифікації диференціюються форми й методи фінансового управління операційними необоротними активами підприємства у процесі здійснення різних фінансових операцій.

Особливості управління операційними необоротними активами значним чином визначаються специфікою циклу їх вартісного кругообороту. Характер цього кругообороту можна простежити за даними рис. 7.2.

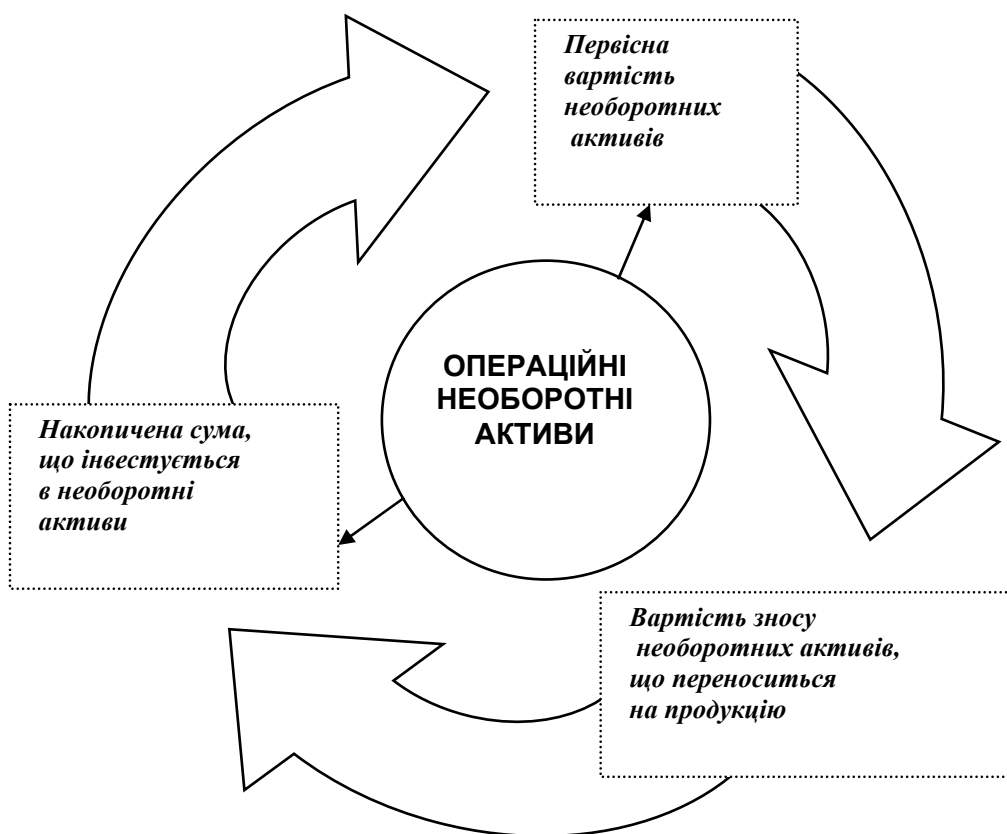


Рис. 7.2. Характер руху операційних необоротних активів у процесі їхнього кругообороту

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Як видно з наведеного рисунка, необоротні операційні активи у процесі повного циклу вартісного кругообігу проходять три основні стадії.

- *На першій стадії* сформовані підприємством необоротні операційні активи (основні засоби і нематеріальні активи) у процесі свого використання й зношування переносять частину вартості на готову продукцію. Цей процес здійснюється протягом багатьох операційних циклів і триває до повного зношування окремих видів необоротних операційних активів.

- *На другій стадії* у процесі реалізації продукції знос необоротних операційних активів накопичується на підприємстві у формі амортизаційного фонду.

- *На третій стадії* засоби амортизаційного фонду як частина власних фінансових ресурсів підприємства спрямовуються на відновлення діючих (поточний і капітальний ремонт) або придбання аналогічних нових видів (інвестиції) необоротних операційних активів.

Період часу, протягом якого відбувається повний цикл кругообороту вартості конкретних видів операційних необоротних активів, характеризує строк їхньої служби. Він розраховується за такою формулою:

$$ПО_{НА} = \frac{100}{H_A}, \quad (7.1)$$

де $ПО_{НА}$ – період часу повного обороту (термін служби) конкретних видів операційних необоротних активів, роки;

H_A – річна норма амортизації відповідного виду активів, %.

З урахуванням особливостей циклу вартісного кругообороту операційних необоротних активів будується процес управління цими видами довгострокових активів підприємства. Незважаючи на різноманіття складу операційних необоротних активів по окремих видах і групах, мета фінансового менеджменту у цій сфері відносно проста – забезпечити їх своєчасне відновлення й підвищення ефективності використання.

Процес управління операційними необоротними активами здійснюється на підприємстві у такій послідовності (рис. 7.3):



Рис. 7.3. Основні етапи управління операційними необоротними активами підприємства

1. Аналіз операційних необоротних активів підприємства у попередньому періоді. Цей аналіз проводиться з метою вивчення динаміки загального їхнього обсягу й складу, ступеня їх придатності, інтенсивності відновлення та ефективності використання.

• *На першій стадії аналізу* розглядається динаміка загального обсягу операційних необоротних активів підприємства – темпи їх росту у зіставленні з темпами росту обсягу виробництва та реалізації продукції, обсягу операційних оборотних активів, загальної суми необоротних активів. У процесі цього аналізу вивчається зміна коефіцієнта участі операційних необоротних активів у загальній сумі операційних активів підприємства. Розрахунок цього коефіцієнта здійснюється за формулою:

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

$$КУ_{ОНА} = \frac{\overline{ОНА}}{\overline{ОНА} + \overline{ОА}}, \quad (7.2)$$

де $КУ_{ОНА}$ – коефіцієнт участі операційних необоротних активів у загальній сумі операційних активів підприємства;
 $\overline{ОНА}$ – середня вартість операційних необоротних активів підприємства у досліджуваному періоді;
 $\overline{ОА}$ – середня сума оборотних активів підприємства у досліджуваному періоді.

• *На другій стадії аналізу* вивчається склад операційних необоротних активів підприємства й динаміка їхньої структури. У процесі цього вивчення розглядається співвідношення основних засобів нематеріальних активів, які використовуються в операційному процесі підприємства; у складі виробничих основних засобів аналізується питома вага їх рухомих і нерухомих видів (які у виробничій діяльності характеризують відповідно їхню активну і пасивну частини); у складі нематеріальних активів розглядаються окремі їх види.

• *На третій стадії аналізу* оцінюється стан використовуваних підприємством операційних необоротних активів за ступенем їхнього зношення (амортизації). У процесі такої оцінки використовуються наступні основні показники.

➤ *Коефіцієнт зносу основних засобів.* Він розраховується за такою формулою:

$$КЗ_{ОЗ} = \frac{З_{ОЗ}}{ПВ_{ОЗ}}, \quad (7.3)$$

де $КЗ_{ОЗ}$ – коефіцієнт зносу основних засобів;
 $З_{ОЗ}$ – сума зносу основних засобів підприємства на певну дату;
 $ПВ_{ОЗ}$ – первісна вартість основних засобів на певну дату.

➤ *Коефіцієнт придатності основних засобів.* Для його розрахунку використовується формула:

$$КПр_{ОЗ} = \frac{ЗВ_{ОЗ}}{ПВ_{ОЗ}}, \quad (7.4)$$

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

де KPr_{O3} – коефіцієнт придатності основних засобів;
 $ЗВ_{O3}$ – залишкова вартість основних засобів підприємства на певну дату;
 $ПВ_{O3}$ – первісна вартість основних засобів підприємства на певну дату.

➤ *Коефіцієнт амортизації нематеріальних активів.* Його розрахунок здійснюється за такою формулою:

$$KA_{HMA} = \frac{A_{HMA}}{ПВ_{HMA}}, \quad (7.5)$$

де KA_{HMA} – коефіцієнт амортизації нематеріальних активів;
 A_{HMA} – сума амортизації нематеріальних активів підприємства на певну дату;
 $ПВ_{HMA}$ – первісна вартість нематеріальних активів підприємства на певну дату.

➤ *Коефіцієнт придатності нематеріальних активів.* Він визначається за формулою:

$$KPr_{HMA} = \frac{ЗВ_{HMA}}{ПВ_{HMA}}, \quad (7.6)$$

де KPr_{HMA} – коефіцієнт придатності нематеріальних активів;
 $ЗВ_{HMA}$ – залишкова вартість нематеріальних активів підприємства на певну дату;
 $ПВ_{HMA}$ – первісна вартість нематеріальних активів підприємства на певну дату.

➤ *Зведений коефіцієнт придатності операційних необоротних активів, що використовуються підприємством.* Він розраховується за такою формулою:

$$KPr_{ONA} = \frac{ОНА_{ЗВ}}{ОНА_{ПВ}}, \quad (7.7)$$

де KPr_{ONA} – зведений коефіцієнт придатності операційних необоротних активів, що використовуються підприємством;

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

$ОНА_{ЗВ}$ – сума усіх операційних необоротних активів, які використовуються підприємством за залишковою вартістю на певну дату;

$ОНА_{ПВ}$ – сума усіх використовуваних підприємством операційних необоротних активів за первісною вартістю на певну дату.

• *На четвертій стадії аналізу* визначається період обороту операційних необоротних активів, які використовуються підприємством. Він розраховується за формулою:

$$ПО_{ОНА} = \frac{\overline{ОНА_{ПВ}}}{З_{ОНА}}, \quad (7.8)$$

де $ПО_{ОНА}$ – період обороту операційних необоротних активів, роки;

$\overline{ОНА_{ПВ}}$ – середньорічна сума усіх операційних необоротних активів, що використовуються підприємством, за первісною вартістю;

$\overline{З_{ОНА}}$ – середньорічна сума зносу усіх використовуваних підприємством операційних необоротних активів.

• *На n'ятій стадії аналізу* вивчається інтенсивність відновлення операційних необоротних активів у попередньому періоді. У процесі вивчення використовуються наступні основні показники.

➤ *Коефіцієнт вибуття операційних необоротних активів.* Він характеризує частку операційних необоротних активів, які вибули у їх загальній сумі та розраховується за формулою:

$$КВ_{ОНА} = \frac{ОНА_{В}}{ОНА_{Поч}}, \quad (7.9)$$

де $КВ_{ОНА}$ – коефіцієнт вибуття операційних необоротних активів;

$ОНА_{В}$ – вартість операційних необоротних активів, які вибули у звітному періоді;

$ОНА_{Поч}$ – вартість операційних необоротних активів на початок звітного періоду.

- *Коефіцієнт уведення в дію нових операційних необоротних активів.* Він характеризує частку знову уведених операційних необоротних активів у загальній їх сумі і розраховується по формулі:

$$КЗД_{ОНА} = \frac{ОНА_{зд}}{ОНА_{кін}}, \quad (7.10)$$

- де $КЗД_{ОНА}$ – коефіцієнт уведення в дію нових операційних необоротних активів;
 $ОНА_{зд}$ – вартість нововведених операційних необоротних активів у звітному періоді;
 $ОНА_{кін}$ – вартість операційних необоротних активів на кінець звітного періоду.

- *Коефіцієнт відновлення операційних необоротних активів* характеризує приріст нових операційних необоротних активів у їх загальній сумі та розраховується за формулою:

$$КО_{ОНА} = \frac{ОНА_{зд} - ОНА_{в}}{ОНА_{кін}}, \quad (7.11)$$

- де $КО_{ОНА}$ – коефіцієнт відновлення операційних необоротних активів;
 $ОНА_{зд}$ – вартість нововведених операційних необоротних активів у звітному періоді;
 $ОНА_{в}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибули у звітному періоді;
 $ОНА_{кін}$ – вартість операційних необоротних активів на кінець звітного періоду.

- *Швидкість відновлення операційних необоротних активів* характеризує середній період часу повного відновлення операційних необоротних активів. Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$ШО_{ОНА} = \frac{1}{КЗД_{ОНА}}, \quad (7.12)$$

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

де $ШО_{ОНА}$ – швидкість відновлення операційних необоротних активів, роки;
 $КЗД_{ОНА}$ – коефіцієнт уведення в дію нових операційних необоротних активів (або у середньому за останні роки).

Зазначені показники розраховуються у процесі аналізу не тільки операційних необоротних активів у цілому, але й у розрізі їхніх видів – основних засобів і нематеріальних активів.

• На шостій стадії аналізу оцінюється рівень ефективності використання операційних необоротних активів у звітному періоді. У процесі такої оцінки використовуються наступні основні показники.

- Коефіцієнт рентабельності операційних необоротних активів.
- Коефіцієнт продуктивності операційних необоротних активів.
- Коефіцієнт виробничої ємності операційних необоротних активів характеризує середню вартість операційних необоротних активів, що припадає на одиницю обсягу реалізації продукції (або обсягу її виробництва). При розрахунку цього показника використовується наступна формула:

$$КВС_{ОНА} = \frac{\overline{ОНА}}{ОР}, \quad (7.13)$$

де $КВС_{ОНА}$ – коефіцієнт виробничої ємності операційних необоротних активів;
 $\overline{ОНА}$ – середня вартість операційних необоротних активів підприємства у звітному періоді;
 $ОР$ – обсяг реалізації продукції (або обсяг її виробництва) у звітному періоді.

2. Оптимізація загального обсягу й складу операційних необоротних активів підприємства. Така оптимізація здійснюється з урахуванням виявлених у процесі аналізу можливих резервів підвищення виробничого використання операційних необоротних активів у майбутньому періоді. До числа основних з таких резервів відносяться: підвищення продуктивного використання операційних необоротних активів у часі (за рахунок приросту коефіцієнтів змінності та безперервності їх роботи) і підвищення продуктивного використання операційних

необоротних активів по потужності (за рахунок росту продуктивності окремих їх видів у межах передбаченої технічної потужності). У процесі оптимізації загального обсягу операційних необоротних активів з їхнього складу виключаються ті види, які не беруть участь у виробничому процесі з різних причин.

Принципова формула для визначення необхідного загального обсягу операційних необоротних активів підприємства у майбутньому періоді має такий вигляд:

$$ЗП_{ОНА} = (ОНА_{кін} - ОНА_{нп}) \cdot (1 + \Delta K_{кч}) \cdot (1 + \Delta K_{п}) \cdot (1 + \Delta O_{п}), \quad (7.14)$$

де $ЗП_{ОНА}$ – загальна потреба підприємства в операційних необоротних активах у майбутньому періоді;

$ОНА_{кін}$ – вартість операційних необоротних активів, що використовуються підприємством, на кінець звітного періоду;

$ОНА_{нп}$ – вартість операційних необоротних активів підприємства, що не приймають безпосередньої участі у виробничому процесі, на кінець звітного періоду;

$\Delta K_{кч}$ – планований приріст коефіцієнта використання операційних необоротних активів у часі;

$\Delta K_{п}$ – планований приріст коефіцієнта використання операційних необоротних активів за потужністю;

$\Delta O_{п}$ – планований темп приросту обсягу реалізації продукції, виражений десятковим дробом.

По зазначеній принциповій формулі може бути розрахований також необхідний обсяг операційних необоротних активів у розрізі окремих їх видів та елементів, що дозволяє оптимізувати їхній вартісний склад у межах загальної потреби.

3. Забезпечення правильного нарахування амортизації операційних необоротних активів. Об'єктами амортизації є операційні основні засоби (окрім землі) та види операційних нематеріальних активів, що підлягають амортизації. Нархування амортизації здійснюється протягом терміну корисного використання відповідного активу, що встановлюється підприємством. При визначенні терміну корисного використання (експлуатації) необхідно враховувати:

- очікуване використання активу підприємством з урахуванням його потужності, продуктивності або іншого корисного ефекту;
- передбачуване фізичне та моральне (функціональне) зношення;
- правові або інші обмеження по термінам використання окремих видів активу;
- інші фактори, що відображають специфіку експлуатації відповідного активу в операційному процесі.

Важливе значення у забезпеченні нарахування амортизації необоротних активів має відповідність методів амортизації, що обираються, політиці формування фінансових ресурсів для відновлення цих активів.

4. Забезпечення своєчасного відновлення операційних необоротних активів підприємства. Для цього на підприємстві визначається необхідний рівень інтенсивності відновлення окремих груп операційних необоротних активів; розраховується загальний обсяг активів, що підлягають відновленню у майбутньому періоді; встановлюються основні форми й вартість відновлення різних груп активів.

5. Забезпечення ефективного використання операційних необоротних активів підприємства. Таке забезпечення полягає у розробці системи заходів, спрямованих на підвищення коефіцієнтів рентабельності та виробничої віддачі операційних необоротних активів.

Використовуючи у процесі управління ефективністю операційних необоротних активів ці показники, варто враховувати два важливих моменти, що забезпечують об'єктивність оцінки розроблювальних заходів. Перший із них полягає у тому, що при оцінці завжди має використовуватися *відновлювальна вартість операційних необоротних активів* на момент проведення оцінки (у цьому випадку буде врахований фактор інфляції, який у прибутку та обсязі реалізації продукції відбивається автоматично). Другий з них полягає у тому, що при оцінці варто використовувати *залишкову вартість операційних необоротних активів*, бо переважна їх частина у процесі зношення втрачає частину своєї продуктивності.

Зростання ефективності використання операційних необоротних активів дозволяє скоротити потребу у них (за рахунок механізму підвищення коефіцієнтів їхнього використання у часі й за потужністю), оскільки між цими двома показниками існує зворотна залежність. Отже, заходи щодо забезпечення підвищення ефективності використання операційних необоротних активів можна розглядати як заходи щодо скорочення потреби в обсязі їхнього фінансування й підвищення темпів економічного розвитку підприємства за рахунок більш раціонального використання власних фінансових ресурсів.

6. Вибір форм та оптимізація структури джерел фінансування операційних необоротних активів. Принципово відновлення й приріст операційних необоротних активів можуть фінансуватися за рахунок власного капіталу, довгострокового позикового капіталу (довгострокового банківського кредиту, фінансового лізингу тощо) і за рахунок змішаного їх фінансування.

7.2. Управління оновленням необоротних операційних активів

У системі фінансового управління операційними необоротними активами підприємства однією з найбільш важливих функцій є забезпечення своєчасного та ефективного їх оновлення. Фінансове управління оновленням необоротних активів підпорядковується загальним цілям політики управління цими активами, конкретизуючи управлінські рішення у цій сфері. Послідовність розробки й прийняття управлінських рішень по забезпеченню оновлення операційних необоротних активів підприємства характеризується наступними основними етапами (рис. 7.4).

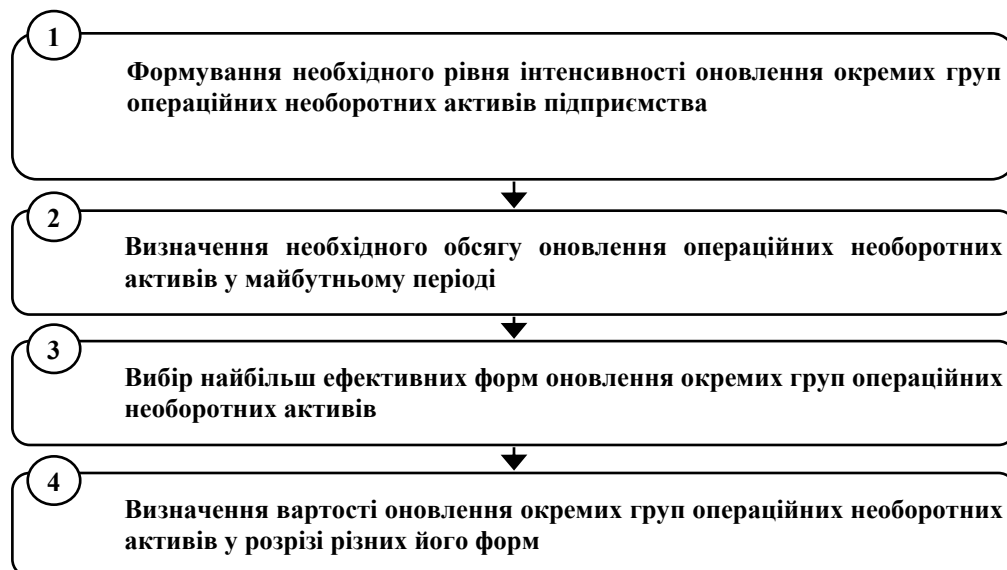


Рис. 7.4. Етапи формування управлінських рішень з питань оновлення операційних необоротних активів

1. Формування необхідного рівня інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів підприємства. Інтенсивність оновлення операційних необоротних активів визначається двома основними факторами – їх фізичним і функціональним (моральним) зношенням.

Швидкість втрати необоротними активами своїх первісних функціональних властивостей під впливом фізичного й функціонального (морального) зношення, а, відповідно, і рівень інтенсивності їхнього оновлення, багато у чому визначаються індивідуальними умовами їх використання у процесі операційної діяльності підприємства. Відповідно до цих умов індивідуалізуються (у певних межах) і норми амортизації різних видів операційних необоротних активів. Ця індивідуалізація норм амортизації, що визначає рівень інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів, характеризує амортизаційну політику підприємства.

Амортизаційна політика підприємства є складовою частиною загальної політики управління операційними необоротними активами, що полягає в індивідуалізації рівня інтенсивності їхнього оновлення відповідно до специфіки їх експлуатації у процесі операційної діяльності.

Амортизаційна політика підприємства значним чином відображає амортизаційну політику держави на різних етапах її економічного розвитку. Вона ґрунтується на встановлених державою принципах, методах і нормах амортизаційних відрахувань. Разом з тим, кожне підприємство має можливість індивідуалізувати свою амортизаційну політику з огляду на конкретні фактори, що визначають її параметри.

У процесі формування амортизаційної політики підприємства, що визначає рівень інтенсивності оновлення окремих груп операційних необоротних активів, враховуються наступні основні фактори:

- ❖ *обсяг використовуваних операційних основних засобів і нематеріальних активів.* Вплив амортизаційної політики підприємства на інтенсивність відновлення операційних необоротних активів і на кінцеві фінансові результати його діяльності зростає пропорційно зростанню обсягу власних основних засобів і нематеріальних активів;
- ❖ *методи відображення в обліку реальної вартості основних засобів і нематеріальних активів.* Здійснена переоцінка цих видів операційних активів підприємства у сучасних умовах має періодичний характер і не повністю відбиває зростання цін на них. У зв'язку із цим, амортизаційні відрахування не характеризують повним чином фактичне зношення цих активів і втрачають своє реінноваційне

значення. Зниження розміру реального зношення операційних необоротних активів призводить не тільки до зменшення швидкості їх відновлення, але й до формування зайвої фіктивної суми прибутку підприємства, а, відповідно, і вилученню у нього додаткових фінансових засобів у вигляді податку на прибуток, що сплачується;

- ❖ *реальний термін використання підприємством активів, що амортизуються.* Встановлений у процесі розробки норм амортизації середній термін використання окремих видів основних засобів має знеособлений характер і повинен конкретизуватися на кожному підприємстві з урахуванням особливостей їх використання в операційній діяльності. Це стосується й окремих видів нематеріальних активів, котрі використовуються в операційному процесі, строк служби яких підприємство встановлює самостійно (але не більше 10 років);
- ❖ *дозволені законодавством методи амортизації.* Закордонний досвід свідчить про велику кількість дозволених для використання методів амортизації необоротних активів, завдяки яким підприємства мають змогу формувати альтернативні варіанти амортизаційної політики у широкому діапазоні. Українське законодавство обмежує використання таких методів амортизації;
- ❖ *склад і структура основних засобів.* Методи амортизації, дозволені до використання у нашій країні, диференціюються у розрізі рухомої і нерухомої (активної й пасивної) частин операційних основних засобів. Цю ж диференціацію визначають і встановлені норми амортизаційних відрахувань;
- ❖ *темпи інфляції.* В умовах високої інфляції постійно знижується база нарахування амортизації, а, відповідно, і розміри амортизаційних відрахувань. Окрім того, інфляція впливає на реальну вартість накопичених засобів амортизаційного фонду, що негативно позначається на фінансових можливостях збільшення швидкості відновлення операційних необоротних активів;
- ❖ *інвестиційна активність підприємства.* Вибір методів амортизації значним чином визначається рівнем поточної потреби в інвестиційних ресурсах, готовністю підприємства до реалізації окремих інвестиційних проектів, що забезпечують відновлення операційних необоротних активів.

Врахування названих факторів дозволяє підприємству вибрати відповідні методи амортизації окремих груп операційних необоротних активів, які найбільш відображають специфіку їхнього використання в операційному процесі.

2. Визначення необхідного обсягу відновлення операційних необоротних активів у майбутньому періоді. Відновлення операційних необоротних активів підприємства може здійснюватися на простій або розширеній основі, відбиваючи процес простого або розширеного їх відтворення.

➤ *Просте відтворення операційних необоротних активів* здійснюється у міру фізичного й функціонального (морального) їхнього зношення у межах суми накопиченої амортизації (засобів амортизаційного фонду). Необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів у процесі їх простого відтворення визначається за наступною формулою:

$$\text{ОНА}_{\text{ПРОС}} = \text{ВВ}_{\text{ФЗ}} + \text{ВВ}_{\text{МЗ}}, \quad (7.15)$$

де $\text{ОНА}_{\text{ПРОС}}$ – необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів підприємства у процесі їх простого відтворення;

$\text{ВВ}_{\text{ФЗ}}$ – первісна відновлювальна вартість операційних необоротних активів, що вибувають у зв'язку з їх фізичним зношенням;

$\text{ВВ}_{\text{МЗ}}$ – первісна відновлювальна вартість операційних необоротних активів, що вибувають у зв'язку з їх моральним зношенням.

➤ *Розширене відтворення операційних необоротних активів* здійснюється з урахуванням необхідності формування їх нових видів не тільки за рахунок суми накопиченої амортизації, але й за рахунок інших фінансових джерел. Необхідний обсяг відновлення операційних необоротних активів у процесі їх розширеного відтворення визначається за такою формулою:

$$\text{ОНА}_{\text{РОЗ}} = \text{ЗП}_{\text{ОНА}} - \text{ФН}_{\text{ОНА}} + \text{ВВ}_{\text{ФЗ}} + \text{ВВ}_{\text{МЗ}}, \quad (7.16)$$

де $\text{ОНА}_{\text{ПРОС}}$ – необхідний обсяг оновлення операційних необоротних активів підприємства у процесі їх розширеного відтворення;

$\text{ЗП}_{\text{ОНА}}$ – загальна потреба підприємства в операційних необоротних активах у майбутньому періоді (алгоритм її розрахунку був розглянутий раніше);

$\Phi N_{\text{ОНА}}$ – фактична наявність операційних необоротних активів підприємства на кінець звітного (початок майбутнього) періоду;

$ВВ_{\text{ФЗ}}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибувають у зв'язку з їх фізичним зношенням;

$ВВ_{\text{МЗ}}$ – вартість операційних необоротних активів, що вибувають у зв'язку з їх моральним зношенням.

По розглянутих розрахункових алгоритмах необхідний обсяг оновлення операційних необоротних активів може бути визначений не тільки у цілому по підприємству, але й у розрізі їхніх окремих груп.

3. Вибір найбільш ефективних форм оновлення окремих груп операційних необоротних активів. Конкретні форми оновлення окремих груп операційних активів визначаються з урахуванням характеру намічуваного їх оновлення.

❖ *Оновлення операційних необоротних активів у процесі їх простого відтворення* може здійснюватися у наступних основних формах:

- *поточного ремонту* – як процес часткового відновлення функціональних властивостей і вартості основних засобів;
- *капітального ремонту* – це процес повного (або досить високої частини) відновлення основних засобів і часткової заміни окремих їхніх елементів. На суму зробленого капітального ремонту зменшується зношення основних засобів і тим самим збільшується їх залишкова вартість;
- *придбання нових видів операційних необоротних активів* з метою заміни використовуваних аналогів у межах сум накопиченої амортизації (для нематеріальних активів це основна форма їх простого відтворення).

❖ Оновлення операційних необоротних активів у процесі їх розширеного відтворення може здійснюватися у формі реконструкції, модернізації тощо. Докладно ці форми оновлення операційних необоротних активів розглядаються у розділі «Управління інвестиціями».

Вибір конкретних форм оновлення окремих груп операційних необоротних активів здійснюється за критерієм їхньої ефективності. Так, наприклад, якщо у результаті капітального ремонту окремих видів основних засобів сума майбутнього прибутку, що генерується ними, буде нижчою їхньої ліквідаційної вартості, оновлення краще здійснювати шляхом їх заміни новими більш продуктивними аналогами.

4. Визначення вартості оновлення окремих груп операційних необоротних активів у розрізі різних його форм. Методи визначення вартості оновлення операційних необоротних активів диференціюються у розрізі окремих форм цього оновлення.

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів, що здійснюється шляхом їх поточного або капітального ремонту, визначається на основі розробки планового бюджету (кошторису витрат) на їх проведення. При підрядному способі здійснення ремонтних робіт основу розробки його планового бюджету становлять тарифи на послуги підрядника, а при господарському способі – витрати підприємства, що калькують за їх окремими елементами.*

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів шляхом придбання їх нових аналогів включає як ринкову вартість відповідних видів активів, так і витрати по їхній доставці та установці.*

- *Вартість оновлення операційних необоротних активів у процесі їх розширеного відтворення визначається у перебігу розробки бізнес-плану реального інвестиційного проекту.*

Підсумкові результати розглянутих вище управлінських рішень дозволяють сформулювати загальну потребу в оновленні операційних необоротних активів підприємства у розрізі окремих їхніх видів і різних форм майбутнього оновлення.

7.3. Управління фінансуванням необоротних операційних активів

Фінансування оновлення операційних необоротних активів зводиться до трьох варіантів. Перший з них ґрунтується на тому, що увесь обсяг оновлення цих активів фінансується за рахунок власного капіталу. Другий з них заснований на змішаному фінансуванні оновлення операційних необоротних активів за рахунок власного й довгострокового позикового капіталу. Третій варіант передбачає оновлення окремих видів необоротних активів винятково за рахунок фінансового кредиту (наприклад, за рахунок фінансового лізингу).

Вибір відповідного варіанта фінансування оновлення операційних необоротних активів по підприємству у цілому здійснюється з урахування таких основних факторів:

- достатності власних фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку підприємства у майбутньому періоді;

- вартості довгострокового фінансового кредиту порівняно з рівнем прибутку, що генерується тими видами операційних необоротних активів, які оновлюються;
- досягнутого співвідношення використання власного й позикового капіталу, що визначає рівень фінансової стійкості підприємства;
- доступності довгострокового фінансового кредиту для підприємства.

У процесі фінансування оновлення окремих видів операційних необоротних активів одним з найбільш складних завдань фінансового менеджменту є вибір альтернативного варіанту – придбання цих активів у власність або їхня оренда. У сучасних умовах орендні (лізингові) операції можуть здійснюватися підприємством у формі оперативної фінансової, зворотної та інших форм лізингу (оренди) необоротних активів.

Вирішуючи дилему оренди (лізингу) або придбання у власність окремих видів матеріальних і нематеріальних цінностей, що входять до складу оновлюваних операційних необоротних активів підприємства, варто виходити з переваг і недоліків орендних операцій. Розглянемо найважливіші фінансові аспекти здійснення цих операцій.

Основними перевагами оренди (лізингу) є:

а) збільшення ринкової вартості підприємства за рахунок отримання додаткового прибутку без придбання основних засобів у власність;

б) збільшення обсягу й диверсифікація господарської діяльності підприємства без істотного розширення обсягу фінансування його необоротних активів;

в) істотна економія фінансових ресурсів на початковому етапі використання орендованих основних засобів;

г) зниження ризику втрати фінансової стійкості, оскільки оперативний лізинг (оренда) не веде до зростання фінансових зобов'язань (пасивів), а являє собою так зване позабалансове фінансування основних засобів;

д) зниження потреби в активах підприємства у розрахунку на одиницю виробленої (реалізованої) продукції, тому що орендовані види основних засобів перебувають на балансі орендодавця. В умовах оподаткування майна це дозволяє зменшити розмір податкових платежів;

е) зниження бази оподаткування прибутку підприємства. Відповідно до чинного законодавства орендна плата включається до складу собівартості продукції (витрат), що знижує обсяг балансового прибутку підприємства. В умовах високого рівня оподаткування прибутку це дозволяє отримати істотний ефект;

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

ж) звільнення орендаря від тривалого використання капіталу у незавершеному будівництві при самостійному формуванні основних засобів (проектно-конструкторських робіт, фінансування наукових розробок, будівельно-монтажних робіт, освоєння нового виробництва тощо);

з) зниження фінансових ризиків, пов'язаних з моральним старінням і необхідністю прискореного оновлення основних засобів (при оперативному лізингу);

і) більш проста процедура отримання й оформлення порівняно з одержанням та оформленням довгострокового кредиту.

Основними недоліками оренди (лізингу) є:

а) подорожчання собівартості продукції у зв'язку з тим, що розмір орендної плати зазвичай є набагато вищим від розміру амортизаційних відрахувань. Це може послабити позиції підприємства у цінній конкуренції або знизити рівень рентабельності його господарської діяльності;

б) здійснення прискореної амортизації (при фінансовому лізингу) може бути зроблено лише за згодою орендодавця, що обмежує можливості підприємства у формуванні власних ресурсів за рахунок проведення необхідної амортизаційної політики;

в) неможливість істотної модернізації використовованого майна без згоди орендодавця, що обмежує швидкість його оновлення й поліпшення з метою підвищення рентабельності використання;

г) більш висока вартість в окремих випадках обслуговування лізингових платежів порівняно з обслуговуванням довгострокового банківського кредиту (при використанні фінансового або поворотного лізингу);

д) недоотримання доходу у формі ліквідаційної вартості основних засобів при оперативному лізингу, якщо строк оренди збігається зі строком повної їх амортизації;

е) ризик не продовження оренди при оперативному лізингу у період високої господарської кон'юнктури, коли орендовані види основних засобів використовуються найбільш ефективно (це пов'язано з терміновим характером орендних відносин при цій формі).

Критерієм прийняття управлінських рішень про придбання або оренду окремих видів основних засобів, поряд з оцінкою викладених вище переваг і недоліків лізингу та їх значимістю для даного підпри-

ємства з позицій фінансового менеджменту, є порівняння витрат по зазначених операціях. Прийняття такого рішення може ґрунтуватися на використанні методів:

1. Еквівалентних річних витрат (еквівалентного ануїтету).
2. Еквіваленту купівельної ціни (купівельних витрат).
3. Чистої теперішньої вартості грошових потоків.

Метод еквівалентних річних витрат передбачає розрахунок та оцінку платежів, що є достатніми для відшкодування інвестицій в актив і їх порівняння з обсягом орендної плати. При цьому, обов'язковим є врахування податкової економії, яку надають витрати по оренді та амортизаційні відрахування.

Метод еквіваленту купівельної ціни (витрат) передбачає оцінювання дисконтної ставки, яка прирівнює теперішню вартість орендних платежів і втрачених податкових знижок до купівельної ціни активу.

Метод чистої приведеної вартості передбачає оцінку теперішньої вартості витрат на придбання активу та його оренду і порівняння їх між собою. Перевагу надають варіанту з меншою вартістю.

Методи еквівалентних річних витрат та еквіваленту купівельних витрат можуть використовуватися виключно для оцінки та вибору витрат між варіантами купівлі активу чи його оперативного лізингу (оренди).

Метод чистої приведеної вартості може бути використаний для порівняння різних варіантів фінансування активу:

1. За рахунок власних фінансових ресурсів.
2. Придбання активів у власність за рахунок довгострокового банківського кредиту.
3. Оренда (лізинг) активів, що підлягають оновленню.

Результати розробленої політики управління необоротними активами отримують своє відбиття у зведеному плановому документі – балансі потреби у відновленні й фінансуванні необоротних активів.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

1. Управління операційними активами представляє одну з найбільш комплексних управляючих систем, у якій інтегруються методологічні принципи фінансового й операційного менеджменту, бухгалтерського обліку, контролінгу, логістики та інших спеціальних галузей знань. Загальна координація питань розвитку та ефективності використання операційних активів підприємства покладається на службу управління фінансами.
2. Комплексність системи управління операційними активами вимагає від підприємства вирішення низки завдань щодо організації їхнього обороту та реалізації багатьох напрямів управління ними. Вихідним напрямом менеджменту операційних активів є управління процесом їх формування, у перебігу якого необхідно сформувати обсяг і структуру активів, адекватні характеру операційної діяльності підприємства та перспективам його розвитку у майбутньому.
3. Значний обсяг операційних активів, що формується підприємством, їх пріоритетна роль у забезпеченні функціонування підприємства визначають важливість та складність завдань щодо їх використання в операційному процесі. У межах такого управління фінансовий менеджер підприємства має забезпечити максимальне залучення операційних активів в операційний процес, створити умови для прискорення обороту активів, мінімізувати втрати їх вартості у процесі використання, обрати найбільш прийнятні для підприємства форми облікової політики активів.
4. Одним з найважливіших напрямів менеджменту активів є управління їх оборотною складовою. Це пов'язане з великою кількістю елементів внутрішнього матеріально-речового та фінансового складу оборотних активів, високою динамікою трансформації їх видів, пріоритетною роллю у забезпеченні платоспроможності та рентабельності операційної діяльності підприємства. У зв'язку з цим виділяють окремі напрями фінансового управління оборотними активами, пов'язані з менеджментом запасів, дебіторської заборгованості та грошових коштів.
5. Управління запасами спрямоване на забезпечення безперебійного здійснення процесу виробництва та реалізації продукції, мінімізацію поточних витрат по їх обслуговуванню на підприємстві. Управління запасами передбачає їхній аналіз у попередні періоди, визначення цілей їх формування, оптимізацію розміру основних груп та загальної

суми запасів, створення умов для прискорення їхньої оборотності та ефективних форм руху, обґрунтування облікової політики і системи їхнього контролю.

6. Важливим напрямом менеджменту оборотних активів є управління дебіторською заборгованістю, яке спрямоване на розширення обсягів реалізації продукції з одного боку та забезпечення платоспроможності підприємства шляхом оптимізації розміру і вчасної інкасації дебіторської заборгованості з іншого.
7. Необхідною умовою забезпечення платоспроможності підприємства є ефективне управління його грошовими коштами, у процесі якого оптимізується сукупний розмір їхнього залишку та створюються умови для ефективного використання готівки у процесі її зберігання.
8. Необоротні активи, які були сформовані на початковому етапі діяльності підприємства, вимагають постійного управління ними. Це управління здійснюється у різноманітних формах і різними функціональними підрозділами. Частина функцій цього управління покладається на фінансовий менеджмент, який має забезпечити їх своєчасне оновлення та ефективне використання у процесі операційної діяльності.

? Питання для самоконтролю знань

1. Визначте сутність та основні завдання управління активами підприємства.
2. Охарактеризуйте особливості формування активів на різних етапах розвитку підприємства.
3. Охарактеризуйте основні принципи формування операційних активів підприємства.
4. Дайте характеристику основних етапів управління формуванням операційних активів підприємства.
5. Охарактеризуйте основні методи визначення потреби у загальному обсязі операційних активів підприємства.
6. Дайте характеристику основних етапів управління використанням операційних активів підприємства.
7. Визначте сутність та головне завдання управління оборотними активами підприємства.
8. Дайте характеристику основних етапів управління оборотними активами підприємства.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

9. Охарактеризуйте послідовність і зміст окремих етапів аналізу оборотних активів підприємства.
10. Сформулюйте принципові підходи до формування політики управління оборотними активами та надайте їхню характеристику.
11. Визначте зміст і послідовність управління запасами підприємства.
12. Охарактеризуйте основні показники та послідовність аналізу запасів підприємства.
13. Охарактеризуйте методичні підходи до оптимізації розміру основних груп поточних запасів підприємства.
14. Охарактеризуйте основні системи фінансового контролю за рухом запасів.
15. Визначте зміст і послідовність процесу управління поточною дебіторською заборгованістю підприємства.
16. Охарактеризуйте основні системи контролю за рухом та своєчасною інкасацією поточної дебіторської заборгованості.
17. Визначте зміст і послідовність здійснення процесу управління грошовими активами підприємства.
18. Охарактеризуйте основні показники та послідовність аналізу грошових активів підприємства.
19. Охарактеризуйте методи планування цільової суми залишку грошових активів.
20. Визначте зміст і послідовність процесу управління фінансуванням оборотних активів підприємства.
21. Охарактеризуйте основні підходи до формування політики фінансування оборотних активів підприємства.
22. Охарактеризуйте зміст та етапи управління операційними необоротними активами підприємства.
23. Охарактеризуйте основні показники і послідовність аналізу операційних необоротних активів підприємства.
24. Охарактеризуйте методичні підходи до планування операційних необоротних активів підприємства.
25. Визначте зміст та основні етапи управління фінансуванням операційних необоротних активів підприємства.

 Тестові завдання для контролю знань

1. Для оцінки результатів оптимізації співвідношення оборотних та необоротних активів використовується показник:
 - 1.1. Коефіцієнт маневреності активів.
 - 1.2. Коефіцієнт рентабельності активів.
 - 1.3. Коефіцієнт оборотності активів.
 - 1.4. Жоден із показників не використовується.
2. Зростання коефіцієнта загального покриття при одночасному зменшенні коефіцієнта абсолютної ліквідності свідчить про:
 - 2.1. Зростання рівня інфляційної захищеності оборотних активів.
 - 2.2. Падіння рівня ліквідності оборотних активів.
 - 2.3. Погіршення структури оборотних активів.
 - 2.4. Зростання рівня інфляційної захищеності та падіння рівня ліквідності оборотних активів.
3. Зменшення коефіцієнта маневреності активів за інших рівних умов свідчить:
 - 3.1. Про зростання пасивної частини необоротних активів.
 - 3.2. Про зростання активної частини необоротних активів.
 - 3.3. Про зростання частки необоротних активів у їх загальному обсязі.
 - 3.4. Про зменшення частки необоротних активів в їхньому загальному обсязі.
4. Який тип політики фінансування оборотних активів характерний для підприємства, якщо:
 - необоротні активи = 70 тис. грн;
 - постійна частина оборотних активів = 30 тис. грн;
 - змінна частина оборотних активів = 50 тис. грн;
 - власний і довгостроковий залучений капітал = 100 тис. грн?
 - 4.1. Консервативна.
 - 4.2. Помірна.
 - 4.3. Агресивна.
5. Якщо створюване підприємство планує щоденно використовувати для виробництва продукції сировини на суму 1200 грн при нормі їхніх запасів – 20 днів, потреба в оборотному капіталі, що авансується у запаси сировини, становитиме:
 - 5.1. 12 000 грн.
 - 5.2. 24 000 грн.
 - 5.3. 48 000 грн.
 - 5.4. 40 000 грн.

- 6. Як вплине збільшення інтервалу між поставками сировини на потребу у виробничих запасах за інших рівних умов?**
- 6.1. У сторону зменшення.
 - 6.2. У сторону збільшення.
 - 6.3. Не вплине.
- 7. Прискорення оборотності активів дозволить:**
- 7.1. Отримати економічний ефект від вивільнення коштів, що інвестуються в активи підприємства.
 - 7.2. Покращити структуру активів.
 - 7.3. Підвищити рівень фінансової стійкості підприємства.
 - 7.4. Усі зазначені вище явища.
- 8. Зростання коефіцієнта загального покриття при одночасному зростанні обсягу кредиторської заборгованості та коефіцієнта проміжного покриття й падінні норми грошових резервів свідчить про:**
- 8.1. Досить швидкі темпи зростання дебіторської заборгованості.
 - 8.2. Підвищення ризику виникнення прострочених платежів.
 - 8.3. Зменшення рівня абсолютної ліквідності.
 - 8.4. Усі названі вище явища.
- 9. Зростання коефіцієнта оборотності виробничих запасів позитивно вплине на:**
- 9.1. Зміну тривалості фінансового циклу.
 - 9.2. Рівень платоспроможності підприємства.
 - 9.3. Рівень рентабельності виробництва.
 - 9.4. Усі зазначені вище явища.
- 10. Обґрунтування потреби у грошових активах створюваного підприємства визначається на основі:**
- 10.1. Лімітів готівки у касі, що встановлюються банком.
 - 10.2. Планового витрачання грошових коштів на сплату податків, маркетингові заходи, комунальні послуги тощо.
 - 10.3. Розрахунку планового обсягу середньоденної виручки від реалізації продукції.
- 11. Зростання коефіцієнту швидкості оновлення необоротних активів при одночасному падінні рівня їхньої виробничої віддачі свідчить про:**
- 11.1. Низький рівень якості нововведених активів.
 - 11.2. Незадовільну пропорцію між активною та пасивною частинами операційних необоротних активів.
 - 11.3. Неадекватність темпів зміни обсягів необоротних операційних активів і виробництва продукції.

- 12. Зменшення періоду погашення дебіторської заборгованості при зростанні обсягів продажу у кредит свідчить про:**
- 12.1. Ефективну кредитну політику підприємства.
 - 12.2. Зменшення довжини операційного циклу.
 - 12.3. Підвищення рівня ліквідності дебіторської заборгованості.
 - 12.4. Усі явища одночасно.
- 13. Консервативний підхід до формування оборотних активів сприяє:**
- 13.1. Зменшенню рівня операційних і фінансових ризиків.
 - 13.2. Зменшенню рівня оборотності оборотних активів.
 - 13.3. Зменшенню рівня рентабельності оборотних активів.
 - 13.4. Усім зазначеним вище явищам.
- 14. Зростання коефіцієнтів вибуття та виробничої віддачі при незмінних обсягах виробництва продукції свідчить про:**
- 14.1. Підвищення рівня інтенсивності використання операційних необоротних активів.
 - 14.2. Погіршення стану матеріально-технічної бази підприємства.
 - 14.3. Зменшення витрат на поточне обслуговування операційних необоротних активів.
- 15. Агресивний підхід до формування оборотних активів передбачає:**
- 15.1. Стрімке нарощування частки оборотних активів у структурі активів підприємства.
 - 15.2. Мінімізацію усіх форм страхових резервів за окремими видами оборотних активів.
 - 15.3. Скорочення запасів грошових коштів та їх трансформацію в інші види оборотних активів.
- 16. Зростання коефіцієнта виробничої місткості необоротних активів при рості обсягів виробництва (виручки від реалізації) продукції свідчить про:**
- 16.1. Незадовільну структуру необоротних активів.
 - 16.2. Старіння необоротних активів.
 - 16.3. Випереджаючі темпи росту обсягів необоротних активів над обсягами виробництва.
- 17. В основі управління рівнем оборотності оборотних активів та вибору джерел їхнього фінансування знаходиться:**
- 17.1. Процес оптимізації постійної і змінної частини оборотних активів.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

17.2. Оптимізація обсягу оборотних активів.

17.3. Забезпечення мінімізації втрат оборотних активів у процесі їхнього використання.

18. Негативним наслідком збільшення кредитного періоду є:

18.1. Збільшення довжини фінансового та операційного циклів.

18.2. Зниження рівня маневреності власного капіталу.

18.3. Зменшення рівня рентабельності операційної діяльності.

19. Що є критерієм оцінки оптимальності розробленої кредитної політики?

19.1. Темп росту обсягів продажу у результаті інвестування коштів у дебіторську заборгованість.

19.2. Співвідношення між додатковим обсягом операційного прибутку та витрат і втрат, пов'язаних з інвестуванням коштів у дебіторську заборгованість.

19.3. Зростання рівня платоспроможності підприємства.

20. Чи доцільно підприємству-продавцю проводити факторингову операцію, якщо рівень витрат по її проведенню становить 17%, а середньоринкова ставка по короткостроковому кредиту – 20%?

20.1. Так.

20.2. Ні.

21. Позитивними особливостями оборотних активів, які мають враховуватися при оптимізації складу активів, є:

21.1. Високий ступінь структурної трансформації, у результаті якої вони легко можуть бути перетворені з одного виду в інший.

21.2. Більша пристосованість до змін кон'юнктури товарного і фінансових ринків, легко піддаються змінам у процесі диверсифікації діяльності підприємства.

21.3. Високою ліквідністю та легкістю управління.

21.4. Усе перераховане є позитивними особливостями оборотних активів.

22. Які недоліки властиві оборотним активам?

22.1. Частина активів, що перебуває у грошовій формі, у формі дебіторської заборгованості, значно піддаються втраті вартості у процесі інфляції.

- 22.2. Надлишково сформовані оборотні активи практично не генерують прибуток, окрім вільних грошових коштів.
 - 22.3. Запаси у всіх їхніх формах піддаються втратам у зв'язку із природним збитком.
 - 22.4. Усе зазначене є недоліками оборотних активів.
- 23. Який показник використовується для оцінки результатів оптимізації співвідношення оборотних і необоротних активів?**
- 23.1. Коефіцієнт оборотності активів, що знаходиться як співвідношення виручки від реалізації до середньої суми активів.
 - 23.2. Коефіцієнт маневреності операційних активів, який знаходиться як співвідношення загальної суми оборотних активів до всіх активів підприємства.
 - 23.3. Коефіцієнти рентабельності оборотних та необоротних активів.
 - 23.4. Такого показника не існує.
- 24. Що належить до активної частини необоротних активів?**
- 24.1. Будинки, приміщення, у яких здійснюється операційний процес, а також устаткування, що використовується у процесі управління операційною діяльністю.
 - 24.2. Машини, механізми, устаткування, безпосередньо задіяні у виробничому процесі, а також нематеріальні активи, котрі обслуговують операційний процес.
 - 24.3. Усе перераховане є активною частиною необоротних активів.
- 25. Що належить до пасивної частини необоротних активів?**
- 25.1. Будинки, приміщення, у яких здійснюється операційний процес, а також устаткування, що використовується у процесі управління операційною діяльністю.
 - 25.2. Машини, механізми, устаткування, безпосередньо задіяні у виробничому процесі, а також нематеріальні активи, котрі обслуговують операційний процес.
 - 25.3. Усе перераховане є активною частиною необоротних активів.

Задачі для набуття практичних навичок

Задача 3.1

Обґрунтуйте потребу створюваного підприємства в активах та джерелах їхнього фінансування. За результатами розрахунків зробіть висновки і надайте пропозиції щодо оптимізації складу операційних активів підприємства.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

1. Орендна плата за приміщення становить 1500 грн на місяць. Умовами договору передбачено передоплату за два місяці.
2. Підприємство планує виробляти 90 000 одиниць продукції на місяць.
3. Виробнича потужність одного станка становить 10 000 одиниць продукції на місяць.
4. Вартість одного станка – 37 000 грн, витрати на монтаж та установку обладнання – 1500 грн.
5. Фонд оплати праці створюваного підприємства становить 30 000 грн. на місяць.
6. Одноденне витрачання сировини на виробництво продукції становить 2790 грн. За домовленістю постачальник сировини надає підприємству комерційний кредит на 15 днів.
7. Статутний фонд підприємства становить 200 000 грн, 10% якого вноситься у вигляді офісних меблів, які у випадку нестачі коштів можна продати із втратою їхньої вартості 5%.

Задача 3.2

Виходячи з інформації, наведеної нижче, проаналізуйте стан запасів підприємства у звітному році та обґрунтуйте необхідний обсяг оборотних коштів під формування запасів у наступному півріччі. У зв'язку з цим необхідно:

- 1) проаналізувати обсяг і структуру запасів у динаміці;
- 2) проаналізувати рівень оборотності запасів;
- 3) оцінити рівень економії (чи перевитрат) у зв'язку зі зміною рівня оборотності запасів;
- 4) обґрунтувати потребу підприємства у оборотних коштах під формування запасів у наступному півріччі;
- 5) за результатами розрахунків зробити висновки і оформити їх у вигляді аналітичної записки.

Інформація про склад запасів підприємства

(тис. грн)

Показники	1 півріччя	2 півріччя
1. Середній обсяг виробничих запасів	350	420
2. Середній обсяг запасів готової продукції	200	270
Усього запасів	550	690

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Інформація про результати діяльності підприємства

Показники	1 півріччя	2 півріччя
1. Виручка від реалізації продукції без ПДВ, тис. грн	3300	4430
2. Собівартість продукції, тис. грн	2300	3300
3. Частка матеріальних витрат у собівартості продукції, %	78	
4. Середній рівень рентабельності активів підприємства, %	17	

У наступному півріччі підприємство планує збільшити обсяги виробництва продукції на 15% порівняно з 2-им півріччям звітного року; норматив виробничих запасів у плановому періоді залишиться на рівні 2-го півріччя звітного року. У структурі собівартості 80% витрат є змінними.

Задача 3.3

Керівництво підприємства занепокоєне станом і рівнем ефективності управління поточною дебіторською заборгованістю протягом останнього року. У зв'язку з цим фінансовій службі підприємства доручено проаналізувати стан і рівень ефективності управління поточною дебіторською заборгованістю упродовж звітного року, виявити основні недоліки, надати пропозиції щодо покращання стану поточної дебіторської заборгованості та обґрунтувати її обсяг у плановому кварталі.

Для вирішення цього завдання необхідно:

- 1) оцінити обсяг і структуру поточної дебіторської заборгованості підприємства у динаміці;
- 2) оцінити рівень та оборотність поточної дебіторської заборгованості у динаміці;
- 3) оцінити показники ефективності управління поточною дебіторською заборгованістю підприємства у динаміці;
- 4) за результатами розрахунків зробити висновки й надати пропозиції щодо підвищення рівня ефективності управління поточною дебіторською заборгованістю підприємства;
- 5) обрати метод прогнозування дебіторської заборгованості та обґрунтувати прогнозу суму поточної дебіторської заборгованості на плановий квартал.

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Інформація про обсяг і склад дебіторської заборгованості

(тис. грн)

Показники	На початок звіт-ного року	На кінець першого кварталу звітного року	На кінець другого кварталу звітного року	На кінець третього кварталу звітного року	На кінець звітного року
1. Дебіторська заборгованість за товари, роботи і послуги	55	67	70	73	77
2. Дебіторська заборгованість за виданими авансами	10	11	12	15	17
3. Дебіторська заборгованість за розрахунками з бюджетом	25	28	30	33	35
4. Дебіторська заборгованість з нарахованих доходів	8	10	11	14	14
5. Поточна дебіторська заборгованість за іншими розрахунками	2	3	4	5	5
6. Інша поточна дебіторська заборгованість	7	6	5	5	5
Усього поточна дебіторська заборгованість	107	125	132	145	153
Усього оборотні активи	182	217	231	259	279

Інформація про фінансові результати діяльності підприємства

Показники	1 квартал звітного року	2 квартал звітного року	3 квартал звітного року	4 квартал звітного року
1. Виручка від реалізації, тис. грн	380	420	450	500
2. Середній рівень витрат, не враховуючи витрати на обслуговування дебіторської заборгованості, %	52	53	55	59
3. Витрати на обслуговування дебіторської заборгованості, тис. грн	1	1,5	2	2,3
4. Частка виручки від реалізації продукції у кредит, %	25	30	35	39

Моніторинг дебіторської заборгованості та розроблені підприємством кредитні стандарти гарантують відсутність безнадійних боргів.

Задача 3.4

На підприємстві протягом звітного року інколи виникали проблеми з інкасацією поточної дебіторської заборгованості, що призводило до погіршення рівня платоспроможності підприємства. У зв'язку із цим фінансовій службі підприємства доручено проаналізувати доцільність проведення факторингової операції. Для вирішення поставленого завдання необхідно:

- 1) проаналізувати вікову структуру поточної дебіторської заборгованості підприємства;
- 2) обґрунтувати можливий обсяг поточної дебіторської заборгованості, що підлягає рефінансуванню;
- 3) оцінити вартість факторингової операції;
- 4) обґрунтувати доцільність (недоцільність) проведення факторингової операції на основі оцінки рівня її ефективності.

Інформація про обсяги та періоди обороту поточної дебіторської заборгованості

Період інкасації	Обсяг дебіторської заборгованості, тис. грн
10 днів	50
20 днів	120
30 днів	90
40 днів	15
Усього	275

Для підтримки нормального фінансового стану середній період інкасації дебіторської заборгованості має становити 17 днів.

Умови проведення факторингової операції

Комісійна плата за здійснення факторингової операції – 2% від суми боргу. Банк надає підприємству-продавцю кредит у формі попередньої оплати його боргових зобов'язань – 75% від суми боргу. Середньоринкова ставка відсотка за кредит – 20% річних.

Задача 3.5

Керівництво підприємства занепокоєне станом і рівнем ефективності управління грошовими активами протягом звітного року. У зв'язку із цим фінансовій службі підприємства доручено проаналізувати стан і рівень ефективності управління грошовими активами, виявити основні недоліки й надати пропозиції щодо покращання стану грошових активів. Для вирішення цього завдання необхідно:

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

- 1) оцінити суму і структуру грошових активів підприємства у динаміці;
- 2) оцінити рівень та оборотність грошових активів у динаміці;
- 3) оцінити показники ефективності управління грошовими активами підприємства у динаміці;
- 4) за результатами розрахунків зробити висновки й надати пропозиції щодо підвищення рівня ефективності управління грошовими активами підприємства.

Інформація про обсяг та склад грошових активів

(тис. грн)

Показники	На початок звітного року	На кінець першого кварталу звітного року	На кінець другого кварталу звітного року	На кінець третього кварталу звітного року	На кінець звітного року
<i>1. Грошові активи на розрахунковому рахунку.</i>					
1.1. У національній валюті.	100,00	90,00	110,00	115,00	120,00
1.2. В іноземній валюті	20,00	21,00	20,00	20,00	21,00
<i>2. Грошові активи в касі.</i>					
2.1. У національній валюті.	4,00	4,20	4,40	4,50	4,60
2.2. В іноземній валюті	0,50	0,70	0,80	0,85	2,00
<i>3. Грошові активи у дорозі.</i>					
3.1. У національній валюті;	2,00	2,60	2,80	2,85	3,00
3.2. В іноземній валюті.	0,00	1,00	1,40	1,45	1,40
4. Інші грошові кошти (в національній валюті)	5,00	3,20	3,20	3,20	2,70
5. Поточні фінансові інвестиції	30,00	30,00	30,00	40,00	40,00
Усього грошові активи та їхні еквіваленти	161,50	152,70	172,60	187,85	194,70
Оборотні активи	1107,00	1123,00	1128,00	1133,00	1137,00
Поточні зобов'язання	820,00	960,00	1030,00	1050,00	1090,00

Інформація про фінансові результати діяльності

Показники	1 квартал звітного року	2 квартал звітного року	3 квартал звітного року	4 квартал звітного року
1. Обсяг використання грошових коштів, тис. грн	1845,00	2070,00	2150,00	2255,00
2. Чистий прибуток від поточного фінансового інвестування, тис. грн	2,00	2,00	3,00	3,00

Задача 3.6

Обґрунтуйте оптимальний запас грошових активів підприємства у плановому кварталі, якщо планується наступне витрачання грошових коштів:

- 1) закупівля сировини та матеріалів – 240 тис. грн;
- 2) виплата заробітної плати – 70 тис. грн;
- 3) сплата податків і зборів – 50 тис. грн;
- 4) фінансування інших поточних витрат – 85 тис. грн.

Середній період обороту грошових активів у звітному кварталі становив 40 днів, а коефіцієнт варіації позитивного грошового потоку – 0,3. У плановому кварталі підприємство планує залучити короткостроковий кредит банку на суму 100 тис. грн. За умовами кредитної угоди 2% грошових коштів від обсягу кредиту підприємство має утримувати на рахунку у вигляді компенсаційного запасу. Аналіз кон'юнктури фінансового ринку і практики господарської діяльності у попередніх періодах дозволяє прогнозувати обсяг поточних фінансових інвестицій у плановому кварталі, який становитиме 15 тис. грн.

Задача 3.7

У керівництва підприємства інколи викликав занепокоєння стан джерел фінансування оборотних активів підприємства, що негативно відображалось на рівні фінансової стійкості підприємства. У зв'язку із цим фінансовій службі підприємства доручено проаналізувати стан джерел фінансування оборотних активів підприємства та внести пропозиції щодо підвищення рівня фінансової стійкості підприємства. Для вирішення цього завдання необхідно:

- 1) проаналізувати структуру джерел фінансування оборотних активів і зміни у ній протягом звітного року;
- 2) за допомогою балансової моделі Ковальова оцінити тип фінансової стійкості підприємства на початок і кінець звітного року;
- 3) надати пропозиції щодо покращання структури фінансування оборотних активів та зміцнення фінансової стійкості підприємства у перспективі.

(Для розв'язку задачі використайте інформаційне забезпечення задачі 1.1).

Розділ 3. УПРАВЛІННЯ АКТИВАМИ

Задача 3.8

Керівництво підприємства поставило мету щодо поліпшення стану та рівня ефективності управління необоротними активами підприємства. Для вирішення цього завдання фінансовій службі підприємства необхідно:

- 1) проаналізувати ступінь зносу і придатності операційних необоротних активів підприємства;
- 2) оцінити рівень ефективності управління операційними необоротними активами підприємства;
- 3) за результатами розрахунків зробити висновки й надати пропозиції щодо підвищення рівня ефективності управління операційними необоротними активами підприємства.

Склад необоротних активів підприємства

(тис. грн)

Показники (за первісною вартістю)	На початок попереднього року	На початок звітнього року	На кінець звітнього року
1. Основні засоби			
1.1. Устаткування виробниче	120	140	150
1.2. Приміщення виробничі	700	700	650
1.3. Механізми виробничі	23	25	27
2. Нематеріальні активи	41	47	57

Знос необоротних активів підприємства

(тис. грн)

Показники	На початок попереднього року	На початок звітнього року	На кінець звітнього року
Знос устаткування	40	50	60
Знос приміщень виробничих	100	110	95
Знос механізмів виробничих	3	3,5	4,5
Амортизація нематеріальних активів	20	22	29

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Результати фінансової діяльності підприємства

Показники	(тис. грн)	
	Попередній рік	Звітний рік
Виручка від реалізації продукції	230	250
Чистий прибуток від операційної діяльності	25	30

Задача 3.9

Розрахувати плановий обсяг запасів підприємства на плановий місяць, якщо відомі наступні дані:

- плановий обсяг реалізацій (без ПДВ) 150 тис. грн;
- рівень собівартості реалізованої продукції 45%.

Залишки запасів на початок періоду:

- готової продукції – 65 тис. грн;
- незавершеного виробництва – 1.5 тис. грн;
- сировини – 35 тис. грн.

Норма запасів на плановий період:

- готової продукції – 5 днів;
- незавершеного виробництва – 1,5 дні;
- сировини – 5 днів.

Задача 3.10

Розрахувати обсяг потреби у закупівлі сировини протягом планового місяця, якщо відомі наступні дані:

- середня тривалість виробничого циклу 10 днів;
- плановий обсяг продаж 65 тис. грн;
- обсяг запасів на початку планового місяця 54 тис. грн;
- рівень собівартості реалізованої продукції 65%;
- частка сировини у собівартості реалізованої продукції 70%.

РОЗДІЛ 4

УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Глава 8

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ ПІДПРИЄМСТВА

8.1. Сутність та завдання управління капіталом

Управління капіталом є системою принципів і методів розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з оптимальним його формуванням з різних джерел, а також забезпеченням ефективного його використання у різних видах господарської діяльності підприємства.

Управління капіталом підприємства спрямоване на розв'язання наступних основних завдань (рис. 8.1).

1. Формування достатнього обсягу капіталу, що забезпечує необхідні темпи економічного розвитку підприємства. Це завдання реалізується шляхом визначення загальної потреби у капіталі для фінансування необхідних підприємству активів, формування схем фінансування оборотних і необоротних активів, розробки системи заходів щодо залучення різних форм капіталу з передбачуваних джерел.

2. Оптимізація розподілу сформованого капіталу за видами діяльності й напрямками використання. Це завдання реалізується шляхом дослідження можливостей найбільш ефективного використання капіталу в окремих видах діяльності підприємства і господарських операціях; формування пропорцій майбутнього використання капіталу, що забезпечують досягнення умов найбільш ефективного його функціонування й росту ринкової вартості підприємства.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

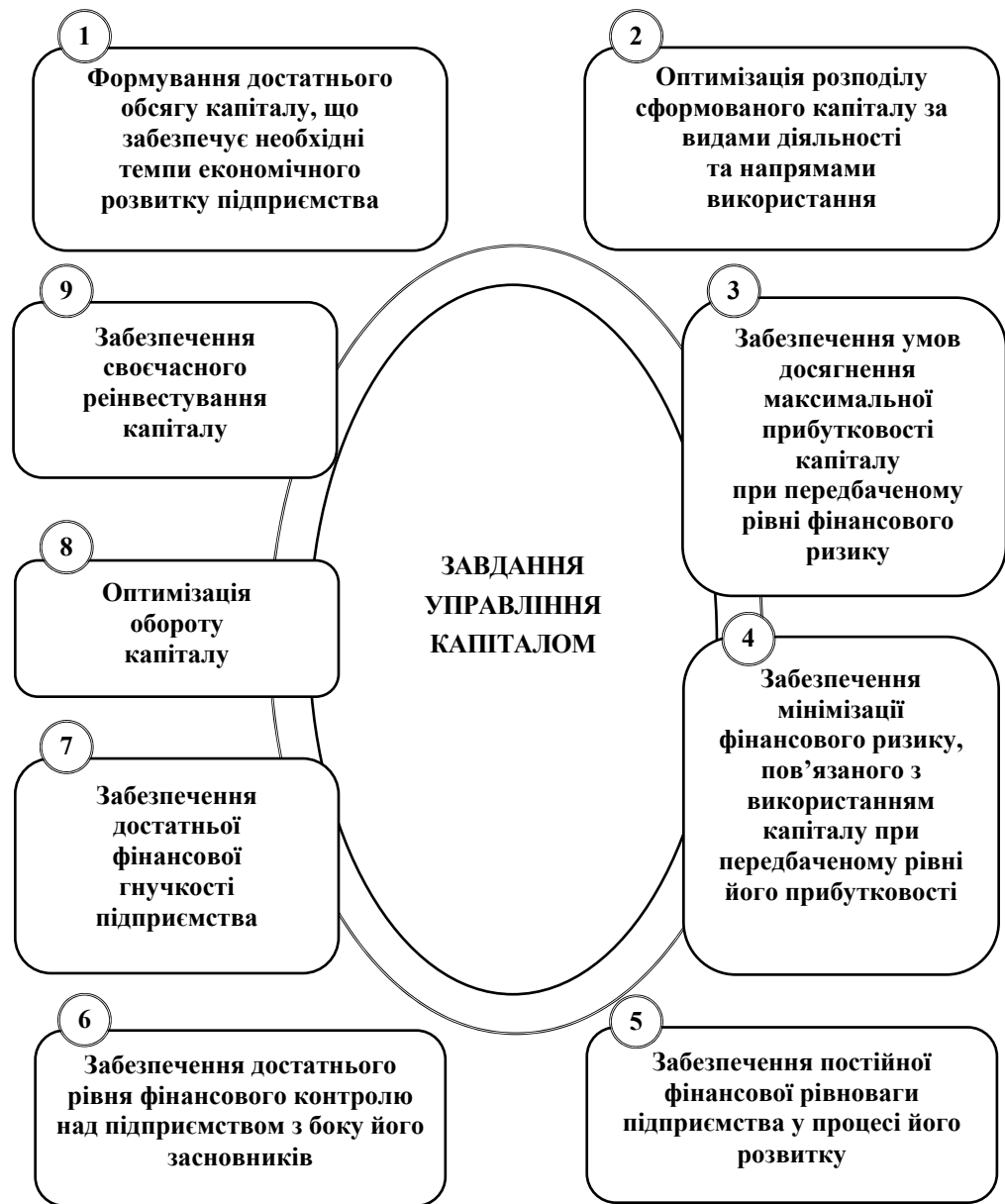


Рис. 8.1. Основні завдання управління капіталом підприємства

3. Забезпечення умов досягнення максимальної прибутковості капіталу при передбачуваному рівні фінансового ризику. Максимальна дохідність (рентабельність) капіталу може бути забезпечена на стадії його формування за рахунок мінімізації середньозваженої його вартості, оптимізації співвідношення власного й позикового видів використовуваного капіталу, залучення його у таких формах, які в конкретних умовах господарської діяльності підприємства генерують найбільш високий рівень прибутку. Вирішуючи це завдання, необхідно мати на увазі, що максимізація рівня прибутковості капіталу досягається, як правило, при істотному зростанні рівня фінансових ризиків, пов'язаних з його формуванням, оскільки між цими двома показниками існує прямий зв'язок. Саме тому максимізація прибутковості капіталу, що формується, має забезпечуватися у межах прийнятного фінансового ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням їхнього фінансового менталітету (відношення до ступеня прийнятного ризику при здійсненні господарської діяльності).

4. Забезпечення мінімізації фінансового ризику, пов'язаного з використанням капіталу при передбаченому рівні його прибутковості. Якщо рівень прибутковості сформованого капіталу заданий або спланований заздалегідь, важливим завданням є зниження рівня фінансового ризику операцій, що забезпечують досягнення цієї прибутковості. Така мінімізація рівня ризиків може бути забезпечена шляхом диверсифікації форм залученого капіталу, оптимізації структури джерел його формування, запобігання окремим фінансовим ризикам, ефективних форм їх внутрішнього й зовнішнього страхування.

5. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства у процесі його розвитку. Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на усіх етапах його розвитку й забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу і його авансуванням у необхідних обсягах у високоліквідні види активів. Окрім того, фінансова рівновага може бути забезпечена раціоналізацією складу капіталу, що формується за періодом його залучення, зокрема, за рахунок збільшення питомої ваги перманентного капіталу.

6. Забезпечення достатнього рівня фінансового контролю над підприємством з боку його засновників. Такий фінансовий контроль забезпечується контрольним пакетом акцій (контрольною часткою у пайовому капіталі) у руках первісних засновників підприємства. На стадії наступного формування капіталу у процесі розвитку підприємства

необхідно стежити за тим, щоб залучення власного капіталу із зовнішніх джерел не призвело до втрати фінансового контролю й поглинанню підприємства сторонніми інвесторами.

7. Забезпечення достатньої фінансової гнучкості підприємства. Вона характеризує здатність підприємства швидко формувати на фінансовому ринку необхідний обсяг додаткового капіталу при несподіваній появі високоефективних інвестиційних пропозицій або нових можливостей прискорення економічного росту. Необхідна фінансова гнучкість забезпечується у процесі формування капіталу за рахунок оптимізації співвідношення власних і позикових його видів, довгострокових та короткострокових форм його залучення, зниження рівня фінансових ризиків, своєчасних розрахунків з інвесторами й кредиторами.

8. Оптимізація обороту капіталу. Це завдання вирішується шляхом ефективного управління потоками різних форм капіталу у процесі окремих циклів його кругообороту на підприємстві; забезпеченням синхронності формування окремих видів потоків капіталу, пов'язаних з операційною або інвестиційною діяльністю. Одним з результатів такої оптимізації є мінімізація середніх розмірів капіталу, тимчасово не використовуваного у господарській діяльності підприємства й такого, що не бере участі у формуванні його доходів капіталу.

9. Забезпечення своєчасного реінвестування капіталу. У зв'язку зі зміною умов зовнішнього економічного середовища або внутрішніх параметрів господарської діяльності підприємства, ряд напрямів і форм використання капіталу можуть не забезпечувати передбачений рівень його прибутковості. У зв'язку з цим важливу роль має своєчасне реінвестування капіталу у найбільш дохідні активи й операції, що забезпечують необхідний рівень його ефективності у цілому.

8.2. Принципи формування капіталу новостворюваного підприємства

Основною метою формування капіталу новостворюваного підприємства є залучення достатнього його обсягу для фінансування придбання необхідних активів, а також оптимізація його структури з позицій забезпечення умов наступного ефективного використання.

Процес формування капіталу новостворюваного підприємства має низку особливостей, основними з яких є такі:

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

1. До формування капіталу створюваного підприємства не можуть бути залучені внутрішні джерела фінансових засобів, які на цій стадії його життєвого циклу відсутні. Так, потреба у власному капіталі створюваного підприємства не може бути задоволена за рахунок його прибутку, а потреба у позиковому капіталі – за рахунок поточних зобов'язань за розрахунками (рахунків нарахувань), які до початку функціонування підприємства ще не сформувалися.

2. Основу формування стартового капіталу створюваного підприємства становить власний капітал його засновників. Без внесення певної частини власного капіталу у створення нового підприємства залучити позиковий капітал досить складно (формування стартового капіталу створюваного підприємства винятково за рахунок позикового капіталу може розглядатися лише як теоретична можливість і на практиці зустрічається досить рідко).

3. Стартовий капітал, що формується у процесі створення нового підприємства, може бути залучений його засновниками у будь-якій формі. Такими його формами можуть виступати грошові кошти; різні види основних засобів (будинки, приміщення, машини, устаткування тощо); різні види матеріальних оборотних активів (запаси сировини, матеріалів, товарів, напівфабрикатів тощо); різноманітні нематеріальні активи (патентні права на використання винаходів, права на промислові зразки й моделі, права на використання торговельної марки або товарного знаку тощо); окремі види фінансових активів (різні види цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку).

4. Власний капітал засновників (учасників) новостворюваного підприємства вкладається в нього у формі статутного капіталу. Його первісний розмір декларується статутом створюваного підприємства.

5. Особливості формування статутного капіталу нового підприємства визначаються організаційно-правовими формами його створення. Це формування здійснюється під регулюючим впливом держави. Так, державні нормативно-правові акти регламентують мінімальний розмір статутного фонду капіталу підприємств, що створюються у формі публічного акціонерного товариства й товариства з обмеженою відповідальністю. По корпоративних підприємствах, які створюються у формі публічного акціонерного товариства, регламентується також порядок проведення емісії акцій, обсяг придбання пакета акцій його засновниками, мінімальний обсяг придбання акцій усіма акціонерами у період передбаченого строку відкритої підписки та деякі інші аспекти первісного формування їх капіталу.

6. *Можливості й склад джерел залучення позикового капіталу на стадії створення підприємства вкрай обмежені.* Хоча у фінансових колах існує твердження, що будь-яка гарна підприємницька ідея обов'язково отримає своє фінансування, це твердження варто розглядати як явне перебільшення (особливо в умовах економіки перехідного типу та кризових і посткризових умовах). Сучасна практика демонструє, що фінансування нового бізнесу кредиторами є досить складним, а іноді й важким для розв'язання завданням. При цьому на першій стадії формування капіталу підприємства до його створення не можуть бути притягнуті такі позикові джерела як емісія облігацій, податковий кредит тощо.

7. *Формування капіталу новостворюваного підприємства за рахунок позикових і залучених джерел вимагає, як правило, підготовки спеціального документа – бізнес-плану.* Бізнес-план є основним документом, що визначає необхідність створення нового підприємства, у якому у загальноприйнятій послідовності розділів викладаються його основні характеристики й прогностичні фінансові показники. У бізнес-плані створення нового підприємства відображаються, як правило, такі основні показники: загальна потреба у стартовому капіталі, необхідному для початку функціонування підприємства; схема фінансування нового бізнесу, запропонована його засновниками; очікувані строки повернення вкладеного капіталу інвесторам (кредиторам) та деякі інші.

8. *Для підготовки бізнес-плану засновники новостворюваного підприємства мають здійснити певні передстартові витрати капіталу.* Ці витрати пов'язані з оплатою праці розробників бізнес-плану і фінансуванням пов'язаних із цим досліджень. Передстартові витрати капіталу до суми статутного капіталу створюваного підприємства, як правило, не включаються.

9. *Ризики, пов'язані з формуванням (і наступним використанням) капіталу новостворюваного підприємства характеризуються досить високим рівнем.* Це визначає відповідно високий рівень вартості окремих елементів позикового капіталу, що залучається на стадії створення підприємства.

Початковим етапом управління формуванням капіталу новостворюваного підприємства є визначення потреби у необхідному його обсязі. Недостатній обсяг формування капіталу на цьому етапі істотно подовжує період відкриття й освоєння виробничих потужностей нового підприємства, а у деяких випадках взагалі не дає можливості розпочати його операційну діяльність. У той же час надлишковий обсяг сформованого капіталу призводить до наступного неефективного використання активів підприємства,

знижує норму прибутковості цього капіталу. У зв'язку з викладеним, визначення загальної потреби у капіталі новостворюваного підприємства має характер оптимізаційних розрахунків. **Оптимізація загальної потреби у капіталі новостворюваного підприємства є процесом розрахунку реально необхідного обсягу фінансових засобів, які можуть бути ефективно використані на початковій стадії його життєвого циклу.**

Оптимізація загальної потреби у капіталі підприємства, що створюється, досягається різними методами, основними з яких є:

1. **Балансовий метод** оптимізації загальної потреби у капіталі ґрунтується на визначенні необхідної суми активів, що дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність. Цей метод розрахунків виходить із балансового алгоритму – загальна сума активів новостворюваного підприємства дорівнює загальній сумі інвестованого у нього капіталу.

Методика розрахунку загальної суми активів новостворюваного підприємства в альтернативних її варіантах розглянута раніше. При використанні цього методу варто врахувати, що ще до початку формування активів засновники підприємства несуть певні передстартові витрати, пов'язані з розробкою бізнес-плану, оформленням установчих документів тощо. З урахуванням цих витрат розрахунок загальної потреби у капіталі новостворюваного підприємства балансовим методом здійснюється за такою формулою:

$$П_K = П_A + ПВ_K, \quad (8.1)$$

де $П_K$ – загальна потреба у капіталі для створення нового підприємства;

$П_A$ – загальна потреба в активах новостворюваного підприємства, що визначена на стадії розробки бізнес-плану;

$ПВ_K$ – передстартові витрати та інші одноразові витрати капіталу, пов'язані зі створенням нового підприємства.

2. **Метод аналогій** передбачає визначення обсягу використовуваного капіталу на підприємствах-аналогах. Підприємство-аналог для здійснення такої оцінки підбирається з урахуванням його галузевої приналежності, регіону розміщення, розміру, технології, яка використовується, початкової стадії життєвого циклу й низки інших факторів.

Визначення обсягу потреби у капіталі новостворюваного підприємства цим методом здійснюється за такими основними етапами:

- на першому етапі на основі спроектованих параметрів створення й майбутнього функціонування підприємства визначаються його найбільш істотні ознаки (показники), що мають вплив на формування обсягу його капіталу;

- на другому етапі за встановленими ознаками (показниками) формується попередній перелік підприємств, які можуть потенційно виступати як аналоги новостворюваного підприємства;

- на третьому етапі здійснюється кількісне порівняння показників підібраних підприємств із раніше визначеними параметрами новостворюваного підприємства, що впливають на потребу у капіталі. При цьому розраховуються коригуючі коефіцієнти за окремими параметрами, що порівнюються;

- на четвертому етапі, з урахуванням коригуючих коефіцієнтів, за окремими параметрами оптимізується загальна потреба у капіталі новостворюваного підприємства.

Характеризуючи цей метод оптимізації загальної потреби у капіталі, слід зазначити певну складність його використання у силу недостатніх можливостей адекватного підбору підприємств-аналогів за усіма значимими параметрами, що формують обсяг необхідного капіталу.

3. Метод питомої капіталомісткості є найбільш простим, однак дозволяє отримати найменш точний результат розрахунків. Цей розрахунок ґрунтується на використанні показника «капіталомісткість продукції», що дає уявлення про те, який розмір капіталу використовується у розрахунку на одиницю виготовленої (або реалізованої) продукції. Він розраховується у розрізі галузей і підгалузей економіки шляхом розподілу загальної суми капіталу, що використовується (власного й позикового) на загальний обсяг виготовленої (реалізованої) продукції. При цьому загальна сума капіталу визначається як середня у розглянутому періоді.

Використання цього методу розрахунку загальної потреби у капіталі для створення нового підприємства здійснюється лише на попередніх до розробки бізнес-плану етапах. Цей метод дає лише приблизну оцінку потреби у капіталі, тому що показник середньогалузевої капіталомісткості продукції істотно коливається у розрізі підприємств під впливом окремих факторів. Основними з таких факторів є:

- а) розмір підприємства;
- б) стадія життєвого циклу підприємства;
- в) прогресивність технології, що використовується;

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

г) прогресивність устаткування, що використовується;
д) ступінь фізичного спрацювання устаткування;
е) рівень використання виробничої потужності підприємства та ряд інших.

Саме тому більш точну оцінку потреби у капіталі для створення нового підприємства при використанні цього методу розрахунку можна отримати у тому випадку, якщо для обчислення буде застосований показник капіталомісткості продукції на діючих підприємствах-аналогах (з урахуванням перелічених вище факторів).

Розрахунок загальної потреби у капіталі новостворюваного підприємства на основі показника капіталомісткості продукції здійснюється за такою формулою:

$$П_K = K_{\Pi} \cdot ОР + ПВ_K, \quad (8.2)$$

де $П_K$ – загальна потреба у капіталі для створення нового підприємства;

K_{Π} – показник капіталомісткості продукції (середньогалузевий або аналоговий);

$ОР$ – планований середньорічний обсяг виробництва продукції;

$ПВ_K$ – передстартові витрати та інші одноразові витрати капіталу, пов'язані зі створенням нового підприємства.

Перевагою цього методу оптимізації загальної потреби у капіталі новостворюваного підприємства є те, що він автоматично задає показники капіталовіддачі підприємства на стадії його функціонування.

У системі управління формуванням капіталу новостворюваного підприємства важлива роль належить обґрунтуванню схеми та вибору джерел його фінансування.

Схема фінансування нового бізнесу визначає принципові підходи до формування структури капіталу, конкретні методи його залучення, склад учасників і кредиторів, рівень фінансової незалежності та ряд інших важливих параметрів новостворюваного підприємства.

При формуванні структури капіталу підприємства, що створюється, зазвичай розглядаються дві основні схеми його фінансування (рис. 8.2).

І. Повне самофінансування передбачає формування капіталу новостворюваного підприємства винятково за рахунок власних його видів, що відповідають організаційно-правовим формам нового бізнесу.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Така схема фінансування, що характеризується у закордонній практиці терміном «фінансування без левериджу» [unlevered], характерна лише для першого етапу життєвого циклу підприємства, коли його доступ до позикових джерел капіталу ускладнений.

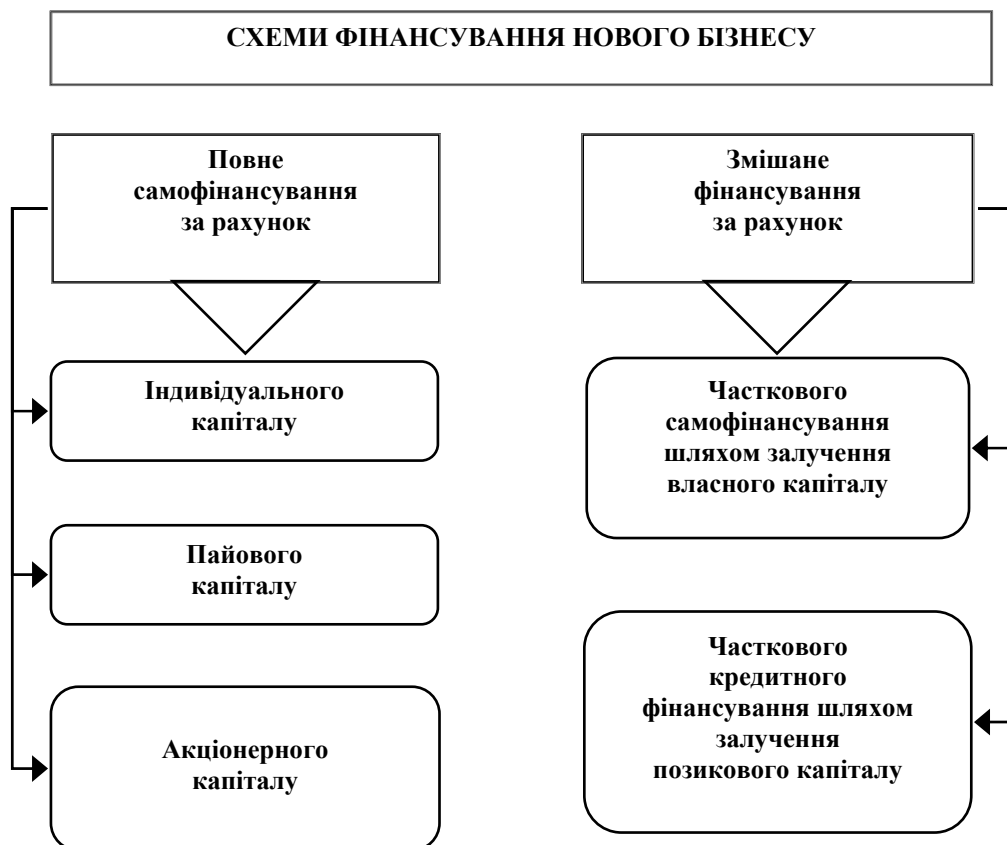


Рис. 8.2. Принципові схеми фінансування нового бізнесу, що використовуються при формуванні структури капіталу новостворюваного підприємства

II. **Змішане фінансування** передбачає формування капіталу новостворюваного підприємства за рахунок як власних, так і позикових його видів, у різних пропорціях. На початковому етапі функціонування підприємства частка власного капіталу (частка самофінансування нового бізнесу) як правило істотно перевищує частку позикового капіталу (частку кредитного фінансування).

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Вибір схеми фінансування нового бізнесу тісно пов'язаний з урахуванням особливостей використання як власного, так і позикового капіталу.

Власний капітал характеризується такими основними *позитивними особливостями*:

1. Простотою залучення, оскільки рішення, пов'язані зі збільшенням власного капіталу (особливо за рахунок внутрішніх джерел його формування), приймаються власниками й менеджерами підприємства без необхідності отримання згоди інших господарюючих суб'єктів.

2. Більш високою здатністю генерування прибутку у всіх сферах діяльності, тому що при його використанні не потрібна сплата позикового відсотка у всіх його формах.

3. Забезпеченням фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності у довгостроковому періоді, а, відповідно, і зниженням ризику банкрутства.

Разом з тим, йому властиві такі *недоліки*:

1. Обмеженість обсягу залучення, а, отже, й можливостей істотного розширення операційної та інвестиційної діяльності підприємства у періоди сприятливої кон'юнктури ринку на окремих етапах його життєвого циклу.

2. Висока вартість порівняно з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу.

3. Невикористання можливості приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових засобів, оскільки без такого залучення неможливо забезпечити перевищення коефіцієнта фінансової рентабельності діяльності підприємства над економічною.

Таким чином, підприємство, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку (тому що не може забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів у періоди сприятливої кон'юнктури ринку) і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризується такими *позитивними особливостями*:

1. Досить широкими можливостями залучення, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності застави або гарантії поручителя.

2. Забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності істотного розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності.

3. Більш низькою вартістю порівняно із власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту «податкового щита» (вилучення витрат по його обслуговуванню з оподатковуваної бази при сплаті податку на прибуток).

4. Здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

У той же час використання позикового капіталу має такі *недоліки*:

1. Використання цього капіталу генерує найнебезпечніші фінансові ризики у господарській діяльності підприємства – ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно росту питомої ваги використання позикового капіталу.

2. Активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, що знижується на суму позикового відсотка, який виплачується, у всіх його формах (відсотка за банківський кредит; лізингової ставки; купонного відсотка по облігаціях; вексельного відсотка за товарний кредит тощо).

3. Висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. У деяких випадках при зниженні середньої ставки позикового відсотка на ринку використання раніше отриманих кредитів (особливо на довгостроковій основі) стає підприємству не вигідним у зв'язку з наявністю більш дешевих альтернативних джерел кредитних ресурсів.

4. Складність процедури залучення (особливо у великих обсягах), бо надання кредитних ресурсів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів), вимагає у деяких випадках відповідних сторонніх гарантій або застави (при цьому гарантії страхових компаній, банків або інших господарюючих суб'єктів надаються, як правило, на платній основі).

Таким чином, підприємство, що використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал розвитку (за рахунок формування додаткового обсягу активів) і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, однак більшим чином генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства (які зростають у міру збільшення питомої ваги позикових коштів у загальній сумі капіталу, що використовується).

На вибір схеми фінансування й конкретних джерел формування капіталу новостворюваного підприємства впливає низка об'єктивних і суб'єктивних факторів. Основними із цих факторів є:

1. Організаційно-правова форма підприємства, що створюється.

Цей фактор визначає, у першу чергу, форми залучення власного капіталу шляхом безпосереднього його вкладення інвесторами у статутний фонд новостворюваного підприємства або його залучення шляхом відкритої чи закритої передплати на акції.

2. Галузеві особливості операційної діяльності підприємства.

Характер цих особливостей визначає структуру активів підприємства, їхню ліквідність. Підприємства з високим рівнем фондомісткості виробництва продукції, у зв'язку з високою часткою необоротних активів, мають низький кредитний рейтинг і змушені орієнтуватися на власні джерела залучення капіталу при його формуванні. Окрім того, характер галузевих особливостей визначає різну тривалість операційного циклу (періоду обороту оборотного капіталу підприємства у днях). Чим нижчий період операційного циклу, тим більшим чином (за інших рівних умов) може бути використаний позиковий капітал, що залучається з різних джерел.

3. Розмір підприємства. Чим нижчий цей показник, тим більшою мірою потреба у капіталі на стадії створення підприємства може бути задоволена за рахунок власних джерел (і навпаки).

4. Вартість капіталу, що залучається з різних джерел. У цілому вартість позикового капіталу, що залучається з різних джерел, зазвичай є нижчою вартості власного капіталу. Однак, у розрізі окремих джерел залучення позикових коштів, вартість капіталу істотно коливається залежно від очікуваного рейтингу кредитоспроможності новостворюваного підприємства, форми забезпечення кредиту та низки інших умов.

5. Свобода вибору джерел фінансування. Не усі джерела доступні для окремих новостворюваних підприємств. Так, на засоби державного й місцевого бюджетів можуть розраховувати лише окремі найбільш значимі загальнодержавні й комунальні підприємства. Це також стосується можливостей отримання підприємствами цільових і пільгових державних кредитів, безоплатного фінансування підприємств з боку недержавних фінансових фондів та інститутів. Саме тому іноді спектр доступних джерел формування капіталу підприємства, що створюється, зводиться до єдиної альтернативи.

6. Кон'юнктура ринку капіталу. Залежно від її стану зростає або знижується вартість позикового капіталу, що залучається з різних джерел. При істотному зростанні цієї вартості прогнозований диференціал фінансового левериджу може досягти негативного значення (при якому використання позикового капіталу призведе до збиткової операційної діяльності новостворюваного підприємства).

7. Рівень оподаткування прибутку. В умовах низьких ставок податку на прибуток або прогнозованого використання підприємством, що створюється, податкових пільг по прибутку, різниця у вартості власного й позикового формованого капіталу знижується. Це пов'язане з тим, що ефект податкового коректора при використанні позикових засобів зменшується. За таких умов кращим є формування капіталу новостворюваного підприємства за рахунок власних джерел. У той же час, при високій ставці оподаткування прибутку, істотно підвищується ефективність залучення капіталу з позикових джерел.

8. Ступінь прийнятого засновниками ризику при формуванні капіталу. Неприйняття високих рівнів ризиків формує консервативний підхід засновників до фінансування створення нового підприємства, при якому його основу становить власний капітал. І, навпаки, прагнення отримати у майбутньому високий прибуток на вкладений власний капітал, незважаючи на високий рівень ризику порушення фінансової стійкості новостворюваного підприємства, формує агресивний підхід до фінансування нового бізнесу, при якому позиковий капітал використовується у процесі створення підприємства у максимально можливому обсязі.

9. Визначений рівень концентрації власного капіталу для забезпечення необхідного фінансового контролю. Цей фактор визначає зазвичай пропорції формування власного капіталу в акціонерному товаристві. Він характеризує пропорції в обсязі передплати на акції, що купують його засновники та інші інвестори (акціонери).

Врахування названих факторів дозволяє цілеспрямовано обирати схему фінансування й структуру джерел залучення капіталу при створенні підприємства.

8.3. Управління вартістю капіталу

Сутність концепції вартості капіталу полягає у тому, що як фактор виробництва та інвестиційний ресурс капітал у будь-якій своїй формі має певну вартість, рівень якої має враховуватися у процесі його залучення в економічний процес.

Інвестор, що вкладає капітал у певний проект, очікує отримати певну норму дохідності від розміщення капіталу. Відповідно, підприємство, що залучає капітал, повинне забезпечити та виплатити відповідний дохід інвестору. Таким чином, вартість капіталу, з одного боку, характеризує витрати по його залученню на підприємство, а з іншого – норму дохідності цього капіталу на ринку.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Процес оцінки вартості капіталу здійснюється на підприємстві у такій послідовності:

- оцінка вартості окремих елементів власного капіталу підприємства;
- оцінка вартості окремих елементів позикового капіталу, що залучається підприємством;
- оцінка середньозваженої вартості капіталу підприємства.

Розглянемо особливості й методичний інструментарій оцінки вартості капіталу підприємства у розрізі кожного з перерахованих етапів.

I. Оцінювання **вартості власного капіталу** здійснюється у розрізі наступних елементів: власного капіталу за рахунок емісії простих акцій; власного капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій; нерозподіленого прибутку.

Вартість акціонерного капіталу, що формується за рахунок емісії простих акцій, у сучасній теорії корпоративних фінансів оцінюється як рівень дохідності простих акцій. З цією метою використовуються наступні моделі:

Модель поточної дохідності акцій:

$$\text{BAK}_{\text{фз}} = \frac{EPS}{P} \cdot 100, \quad (8.3)$$

де $\text{BAK}_{\text{фз}}$ – вартість функціонуючого власного (акціонерного) капіталу підприємства у звітному періоді, %;

EPS – сума чистого прибутку на одну просту акцію;

P – ринкова ціна акції.

Для непублічного підприємства аналогом поточної дохідності акцій може бути показник рентабельності власного капіталу, який приймається за його вартість.

Модель оцінки вартості капітальних активів (CAPM):

$$r_a = r_0 + (r_m - r_0) \cdot \beta, \quad (8.4)$$

де r_a – дохідність акції (вартість акціонерного капіталу підприємства), %;

r_0 – безризикова норма дохідності, %;

r_m – середньоринкова норма дохідності, %;

β – бета-коефіцієнт акції.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Зазначена модель може використовуватися як для оцінки вартості акціонерного капіталу публічного товариства, так і непублічного. З цією метою необхідно знайти підприємство-аналог, яке є публічною компанією, і скоригувати її бета-коефіцієнт на різницю у структурі капіталу. Представимо модель CAPM наступним чином:

$$r_a = r_0 + (r_m - r_0) \cdot \beta_{ju} \cdot \left(1 + \frac{B}{S} \cdot (1 - T_p)\right), \quad (8.5)$$

де β_{ju} – коефіцієнт бета, що визначає систематичний ризик акцій підприємства за відсутності фінансового левериджу («бета-коефіцієнт без важеля»);
 $\frac{B}{S}$ – коефіцієнт фінансового левериджу: «борг / власний капітал»;
 T_p – ставка податку на прибуток.

Тобто бета-коефіцієнт можна представити наступним чином:

$$\beta = \beta_{ju} \cdot \left(1 + \frac{B}{S} \cdot (1 - T_p)\right) \quad (8.6)$$

Зазначена модель дозволяє оцінювати «бета-коефіцієнт без важеля» підприємства-аналога, коригувати його на структуру капіталу оцінюваного підприємства (або проекту) та використовувати у оцінюванні вартості його власного капіталу.

Модель Гордона:

$$\text{BAK}_{\text{фз}}(r_a) = \frac{D_1}{P} \cdot 100 + g, \quad (8.7)$$

де $\text{BAK}_{\text{фз}}$ – вартість функціонуючого власного (акціонерного) капіталу підприємства у звітному періоді, %;
 D_1 – сума очікуваного дивіденду на одну просту акцію;
 P – ринкова ціна простої акції;
 g – очікуваний темп приросту дивідендів, %.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

У процесі залучення цього виду власного капіталу варто мати на увазі, що за вартістю він є найбільш дорогим, оскільки витрати по його обслуговуванню не зменшують базу оподаткування прибутку, а премія за ризик – найбільш висока, тому що цей капітал при банкрутстві підприємства захищений у найменшому ступені.

Зазначена модель використовується для оцінювання вартості нерозподіленого прибутку.

Розрахунок вартості додаткового капіталу, що залучається за рахунок емісії простих акцій, передбачає окрім дивідендних виплат врахування додаткових витрат по їх емісії і розміщенню. Здійснюється за такою формулою:

$$\text{BAK}_{\text{де}}(r_a) = \frac{D_I}{P \cdot (1 - C)} \cdot 100 + g, \quad (8.8)$$

де $\text{BAK}_{\text{де}}$ – вартість акціонерного капіталу підприємства за рахунок додаткової емісії простих акцій, %;

D_I – сума очікуваного дивіденду на одну просту акцію;

P – ринкова ціна простої акції;

g – очікуваний темп приросту дивідендів, %;

C – рівень додаткових витрат по емісії простих акцій, у частині одиниць.

Очікуваний темп приросту дивідендів по простих акціях може бути оцінений із застосуванням наступних методів (табл. 8.1).

Таблиця 8.1

Методи оцінки очікуваного темпу приросту дивідендів по простих акціях

Метод	Алгоритм оцінки
Метод темпу приросту за останній звітний період	$g = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}} \cdot 100$
Метод середньоарифметичного темпу приросту	$g = \frac{g_1 + g_2 + \dots + g_n}{n}$

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 8.1

Метод	Алгоритм оцінки
Метод додавання з нарощенням оцінок швидкості зростання	$(1+g)^n = \frac{EPS_n}{EPS_0}$
Метод найменших квадратів	$\log_e(EPS_t) = a_0 + a_1 \cdot t + \varepsilon_t$
Метод регресії	На основі дослідження динаміки дивідендів від різних факторів за увесь період
На основі прогнозних оцінок брокерів	$g = b \cdot IRR$
<i>Умовні позначення:</i> EPS_t – чистий прибуток на одну просту акцію у період t; EPS_{t-1} – чистий прибуток на одну просту акцію у період $t-1$; $g_{1(n)}$ – темп приросту дивідендів у період перший (n-й) рік; n – кількість періодів; $EPS_n - EPS_t$ – чистий прибуток на одну просту акцію в останньому періоді n; EPS_0 – чистий прибуток на одну просту акцію у базовому періоді; $a_0 - EPS_0$; – темп приросту дивідендів; t – періоди; ε_t – випадкова помилка; b – коефіцієнт нерозподіленого прибутку; IRR – внутрішня норма дохідності інвестицій	

Вартість капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій, визначається з урахуванням фіксованого розміру дивідендів, що по них заздалегідь визначений. Це значно спрощує процес визначення вартості даного елемента капіталу, оскільки обслуговування зобов'язань по привілейованих акціях багато у чому співпадає з обслуговуванням зобов'язань по позиковому капіталу. Однак істотною відмінністю у характері цього обслуговування з позицій оцінки вартості є те, що виплати по обслуговуванню позикового капіталу відносять на витрати (собівартість) і тому вони не входять до складу оподаткованого прибутку, а дивідендні виплати по привілейованих акціях здійснюються за рахунок чистого прибутку підприємства, тобто не мають «податкового щита». Окрім виплат дивідендів, до витрат підприємства належать також емісійні витрати по випуску акцій (так звані «витрати розміщення»), які становлять суттєву величину. З урахуванням цих особливостей вартість додатково залученого капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій розраховується за формулою:

$$ВВК_{пр} = \frac{D_f}{P_p} \cdot 100, \quad (8.9)$$

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

де $BVK_{\text{пр}}$ – вартість власного капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій, %;

D_f – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань емітента на одну привілейовану акцію;

P_p – ціна привілейованої акції.

При оцінюванні вартості капіталу, що залучається за рахунок додаткової емісії привілейованих акцій, необхідно враховувати витрати на емісії та їх розміщення:

$$BVK_{\text{депр}} = \frac{D_f}{P_p \cdot (1 - Cp)} \cdot 100, \quad (8.10)$$

де $BVK_{\text{депр}}$ – вартість власного капіталу, що залучається за рахунок додаткової емісії привілейованих акцій, %;

D_f – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань емітента на одну привілейовану акцію;

P_p – ціна привілейованої акції;

Cp – рівень додаткових витрат по емісії привілейованих акцій, частка одиниці.

Варто зауважити, що оцінювання вартості власного капіталу є найбільш складною компонентою процедури оцінювання капіталу підприємства. Вибір моделі оцінювання є важливою частиною роботи фінансового менеджера. Як слушно зауважують з цього приводу Ченг Ф. Лі та Джозеф І. Фіннерті, «знати, яка модель доречна у конкретній ситуації, не менш важливо, аніж вміти використовувати її».

З урахуванням оцінки вартості окремих складових елементів власного капіталу й питомої ваги кожного із них у загальному його обсязі може бути розрахований показник середньозваженої вартості власного капіталу підприємства.

II. Позиковий капітал у процесі фінансового управління оцінюється за такими основними елементами:

- 1) вартість фінансового кредиту (банківського й лізингового);
- 2) вартість капіталу, залученого за рахунок емісії облігацій;

3) вартість товарного (комерційного) кредиту (у формі короткострокової або довгострокової відстрочки платежу);

4) вартість поточних зобов'язань за розрахунками.

Вартість фінансового кредиту оцінюється у розрізі двох основних джерел його надання на сучасному етапі – банківського кредиту й фінансового лізингу (принципові положення такої оцінки можуть бути використані і при залученні підприємством фінансового кредиту з інших джерел).

А. Вартість банківського кредиту, незважаючи на різноманіття його видів, форм і умов, визначається на основі ставки відсотка за кредит, що формує основні витрати по його обслуговуванню. Ця ставка у процесі оцінки вимагає внесення двох уточнень: вона має бути збільшена на розмір інших витрат підприємства, обумовлених умовами кредитної угоди (наприклад, страхування кредиту за рахунок позичальника), і зменшена на ставку податку на прибуток з метою віддзеркалення реальних витрат підприємства.

З урахуванням цих положень, вартість позикового капіталу у формі банківського кредиту оцінюється за такою формулою:

$$ВБК = \frac{ВК_Б \cdot (1 - С_{ПП})}{(1 - ВЗ_Б)}, \quad (8.11)$$

де ВБК – вартість позикового капіталу, що залучається у формі банківського кредиту, %;

ВК_Б – ставка відсотка за банківський кредит, %;

С_{ПП} – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

ВЗ_Б – рівень витрат по залученню банківського кредиту до його суми, виражений десятковим дробом.

Якщо підприємство не несе додаткових витрат по залученню банківського кредиту або якщо ці витрати несуттєві у співвідношенні із сумою залучених коштів, то наведена формула оцінки використовується без її знаменника (базовий її варіант).

Управління вартістю банківського кредиту зводиться до виявлення таких його пропозицій на фінансовому ринку, які цю вартість мінімізують як за ставкою відсотка за кредит, так і за іншими умовами його залучення (при незмінній сумі кредиту, що залучається, і строку його використання).

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Б. *Вартість фінансового лізингу* – однієї із сучасних форм залучення фінансового кредиту – визначається на основі ставки лізингових платежів (лізингової ставки). При цьому варто враховувати, що ця ставка включає дві складові:

1) поступове повернення суми основного боргу (він являє собою річну норму фінансової амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу, відповідно до якого після його оплати він передається у власність орендареві);

2) вартість безпосереднього обслуговування лізингового боргу. З урахуванням цих особливостей вартість фінансового лізингу оцінюється за такою формулою:

$$ВФЛ = \frac{(ЛС - НА) \cdot (1 - C_{пп})}{(1 - ВЗ_{фл})}, \quad (8.12)$$

де ВФЛ – вартість позикового капіталу, що залучається на умовах фінансового лізингу, %;

ЛС – річна лізингова ставка, %;

НА – річна норма амортизації активу, що залучається на умовах фінансового лізингу, %;

$C_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

$ВЗ_{фл}$ – рівень витрат по залученню активу на умовах фінансового лізингу до вартості цього активу, виражений десятковим дробом.

Управління вартістю фінансового лізингу ґрунтується на двох критеріях:

1) вартість фінансового лізингу не повинна перевищувати вартості банківського кредиту, надаваного на аналогічний період (інакше підприємству більш вигідним є отримання довгострокового банківського кредиту для купівлі активу у власність);

2) у процесі використання фінансового лізингу мають бути виявлені такі пропозиції, які мінімізують його вартість.

Вартість позикового капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, може бути оцінена за формулою:

$$ВПК_o = \frac{H \cdot i_n + (H - (Ц - ВР))/n}{(H + (Ц - ВР))/2} \cdot (1 - С_{пп}), \quad (8.13)$$

де ВПК_о – вартість позикового капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, %;

i_n – ставка купонного відсотка по облігації, частки одиниць;

$С_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

ВР – витрати на розміщення однієї облігації;

H – номінал облігації;

Ц – ціна розміщення облігації.

Більш точний розрахунок вартості капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, дозволяє оцінка ставки до погашення облігації або її внутрішньої ставки дохідності:

$$YTM = i_L + \frac{(i_H - i_L) \cdot (PV_L - PV_{YTM})}{(PV_L - PV_H)}, \quad (8.14)$$

де YTM – вартість позикового капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій (ставка до погашення або внутрішня ставка дохідності облігації), %;

i_L – ставка дисконтування, що забезпечує вартість облігації, вищу за ринкову, %;

i_H – ставка дисконтування, що забезпечує вартість облігації, нижчу за ринкову, %;

PV_{YTM} – поточна ринкова ціна облігації;

PV_L – приведена вартість інвестиції у облігацію при дисконтній ставці i_L ;

PV_H – приведена вартість інвестиції у облігацію при дисконтній ставці i_H .

Управління вартістю залученого капіталу у цьому випадку зводиться до розробки відповідної емісійної політики, що забезпечує повну реалізацію емітованих облігацій на умовах, не вище середньоринкових.

Вартість товарного кредиту оцінюється у розрізі двох форм його надання:

1) кредиту у формі короткострокової відстрочки платежу;

2) кредиту у формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

А. *Вартість товарного кредиту*, що надається у формі короткострокової відстрочки платежу, на перший погляд представляється нульовою, оскільки відповідно до сформованої комерційної практики відстрочка розрахунків за поставлену продукцію у межах обумовленого строку (як правило, до одного місяця) додатково платою не обкладається. Іншими словами, зовні ця форма кредиту виглядає як безкоштовно надавана постачальником фінансова послуга.

Однак у реальності це не так. Вартість кожного такого кредиту оцінюється розміром знижки із ціни продукції, при здійсненні наявного платежу за неї. Якщо за умовами контракту відстрочка платежу допускається у межах місяця від дня поставки (отримання) продукції, а розмір цінової знижки за наявний платіж складає 5%, це й буде становити місячну вартість залученого товарного кредиту, а розраховуючи на рік ця вартість буде становити: $5\% \cdot \frac{360}{60} = 60\%$. Таким чином, на перший погляд безкоштовне надання такого товарного кредиту може виявитися найдорожчим за вартістю залучення джерелом позикового капіталу.

Розрахунок вартості товарного кредиту, надаваного у формі короткострокової відстрочки платежу, здійснюється за такою формулою:

$$ВТК_k = \frac{(Ц_3 \cdot 360) \cdot (1 - C_{пп})}{Пв}, \quad (8.15)$$

де ВТК_к – вартість товарного кредиту, що надається на умовах короткострокової відстрочки платежу, %;

Ц₃ – розмір цінової знижки при здійсненні наявного платежу за продукцію («платежу проти документів»), %;

С_{пп} – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

Пв – період надання відстрочки платежу за продукцію, у днях.

З огляду на те, що вартість залучення цього виду позикового капіталу має прихований характер, основу управління цією вартістю становить обов'язкова оцінка її у річній ставці за кожним надаванням товарним кредитом і її порівняння з вартістю залучення аналогічного банківського кредиту. Практика показує, що у багатьох випадках більш вигідним є отримання банківського кредиту для постійної негайної оплати продукції й отримання відповідної цінової знижки, аніж користування такою формою товарного кредиту.

Б. *Вартість товарного кредиту у формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя* формується на тих самих умовах, що й банківського, однак має враховувати при цьому втрату цінової знижки за готівковий платіж за продукцію. Розрахунок вартості цієї форми товарного кредиту здійснюється за формулою:

$$ВТК_В = \frac{ВК_В \cdot (1 - С_{пп})}{1 - Ц_з}, \quad (8.16)$$

- де $ВТК_В$ – вартість товарного кредиту у формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя, %;
 $ВК_В$ – ставка відсотка за вексельний кредит, %;
 $С_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;
 $Ц_з$ – розмір цінової знижки, що надається постачальником при здійсненні готівкового платежу за продукцію, виражений десятковим дробом;
 $П_в$ – період надання відстрочки платежу за продукцію, у днях.

Вартість поточних зобов'язань підприємства за розрахунками при визначенні середньозваженої вартості капіталу враховується за нульовою ставкою, тому що являє собою безкоштовне фінансування підприємства за рахунок цього виду позикового капіталу. Сума таких зобов'язань умовно прирівнюється до власного капіталу тільки при розрахунку нормативу забезпеченості підприємства власними оборотними коштами; у всіх інших випадках ця частина поточних зобов'язань розглядається як короткостроковий позиковий капітал (у межах одного місяця). Оскільки строки виплат цієї нарахованої заборгованості (по заробітній платі, податкам, страхуванню тощо) жорстко детерміновані, вона не ставиться до керованого фінансування з позицій оцінки вартості капіталу.

З урахуванням оцінки вартості окремих складових елементів позикового капіталу й питомої ваги кожного із цих елементів у загальному його обсязі, може бути визначена середньозважена вартість позикового капіталу підприємства.

ІІІ. Оцінка середньозваженої вартості капіталу підприємства ґрунтується на поелементній оцінці вартості кожної з його складових частин. Результати цієї оцінки вартості капіталу попередньо групуються у таблиці наступної форми (табл. 8.2):

Таблиця 8.2

**Групування результатів поелементної оцінки вартості
капіталу для проведення розрахунку
середньозваженої його вартості**

Показники	Елементи капіталу, виокремлені у процесі оцінки				
	1	2	...	$n - 1$	n
1. Вартість окремих елементів капіталу, %.	B_1	B_2	...	B_{n-1}	B_n
2. Питома вага окремих елементів капіталу у загальній його сумі, виражена десятковим дробом	PB_1	PB_2	...	PB_{n-1}	PB_n

З урахуванням наведених вихідних показників визначається середньозважена вартість капіталу (*CBK (WACC)*), принципова формула розрахунку якої має вигляд:

$$CBK = \sum_{i=1}^n B_i \cdot PB_i, \quad (8.17)$$

де CBK – середньозважена вартість капіталу підприємства;
 B_i – вартість конкретного елемента капіталу;
 PB_i – питома вага конкретного елемента капіталу у загальній сумі.

Розрахована середньозважена вартість капіталу є *головним критеріальним показником оцінки ефективності формування капіталу підприємства*. Він демонструє мінімальну норму дохідності, яку має забезпечити інвестування цього капіталу. Таким чином, для забезпечення зростання вартості підприємства необхідно забезпечувати норму рентабельності активів вищу, ніж середньозважена вартість капіталу підприємства. Ця вимога найкраще демонструється концепцією економічної доданої вартості (EVA):

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot K / 100, \quad (8.18)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість капіталу підприємства, %;
 K – сума інвестованого капіталу;
 $NOPAT$ – чистий операційний прибуток після сплати податків.

Економічна додана вартість (EVA) – це економічний прибуток, який отримує підприємство після відшкодування витрат по залученню капіталу. Зважаючи на те, що NOPAT обумовлюється нормою дохідності активів, у які інвестується капітал, видно, що позитивне значення економічної доданої вартості може бути досягнуте лише у випадку перевищення прибутку, що генерують активи над витратами по залученню капіталу.

З огляду на те, що середньозважена вартість капіталу широко використовується у прийнятті інвестиційних рішень, її необхідно відслідковувати та аналізувати при залученні додаткового капіталу. Це пов'язане з поняттям граничної вартості (або витрат) капіталу (МСС).

Гранична вартість капіталу (МСС) – витрати на додаткове залучення одиниці капіталу.

Гранична вартість капіталу певний час може залишатися незмінною. Проте залучення додаткового капіталу у великих обсягах як правило призводить до зростання МСС внаслідок подорожчання позикових джерел, необхідності додаткової емісії простих акцій замість нерозподіленого прибутку. Важливо встановити точки розриву, тобто обсяги окремих елементів капіталу, при яких буде змінюватися гранична вартість капіталу. Принциповий алгоритм оцінювання таких точок має наступний вигляд:

$$T_{\text{МСС}(i)} = \frac{K_i}{\text{Ч}_i}, \quad (8.19)$$

де $T_{\text{МСС}(i)}$ – точка розриву МСС для i -го компоненту капіталу;
 K_i – сума i -го елементу капіталу по поточній ціні;
 Ч_i – частка i -го елементу капіталу у структурі фінансування.

8.4. Управління структурою капіталу

Структура капіталу є співвідношенням усіх форм власних і позикових фінансових ресурсів, що використовуються підприємством у процесі його господарської діяльності для фінансування активів.

У процесі фінансового управління капіталом оптимізація його структури є одним з найбільш важливих і складних завдань.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Оптимальна структура капіталу – це таке співвідношення використання власних і позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Рішення щодо структури капіталу є одними з базових і найскладніших у системі фінансового менеджменту, підтвердженням чого – суттєвий доробок науковців з цього напрямку. Слід зазначити, що проблема оптимізації структури капіталу є однією з найбільш складних і дискусійних у теорії фінансів і на сьогодні остаточно не вирішена. Так, з моменту виходу праць Модільяні і Міллера, теорія структури капіталу залишається розділом корпоративних фінансів, який активно розвивається, що обумовлюється наявністю системи досить жорстких обмежень, покладених в основу їхніх висновків та результатів численних емпіричних досліджень, які часто спростовують теоретичні висновки науковців. Найбільш поширені теоретичні концепції структури капіталу та їхня коротка характеристика наведені у табл. 8.3.

Таблиця 8.3

Характеристика концепцій структури капіталу

Концепції	Коротка характеристика
<i>Неокласичні теорії</i>	
Традиційна теорія (D. Duran, 1952)	Передбачає визначення оптимальної структури капіталу, яка досягається при його мінімальній середньозваженій вартості і забезпечує максимізацію вартості підприємства
Теорія Модільяні-Міллера (теорія ММ) (F. Modigliani, M. Miller, 1958)	У початковому варіанті – концепція індивідуальності структури капіталу, тобто відсутність взаємозв'язку між нею та вартістю підприємства. Знявши деякі обмеження, автори дійшли висновку про наявність зв'язку між формуванням ринкової вартості підприємства і структурою його капіталу
Теорія стаціонарного компромісу (співвідношення) (A. Kraus, R. Litzenberger, 1973; Kim, 1978; Bradley, Jarrell, 1984)	У моделі послаблюється базове допущення теорії ММ щодо відсутності витрат банкрутства і доводиться існування оптимальної структури капіталу, яка досягається при рівності приведеної цінності податкових вигід від використання позикового капіталу та приведеної вартості витрат від фінансових проблем і банкрутства

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Продовження табл. 8.3

Концепції	Коротка характеристика
<i>Інституціональні теорії</i>	
Теорія структури капіталу з позицій агентських витрат (M. Jensen, W. Meckling, 1976; M. Jensen, 1986)	Є розвитком теорії стаціонарного компромісу. Автори послаблюють базове припущення ММ відносно того, що менеджери завжди діють в інтересах власників і розглядають борг як спосіб розв'язання проблеми «принципал-агент» з огляду на те, що збільшення боргового навантаження знижує стимули менеджерів щодо прийняття неефективних інвестиційних проектів і перерозподілу ресурсів для задоволення власних потреб, але породжує новий тип агентського конфлікту – між акціонерами і кредиторами, який обумовлюється проблемою заміщення активів, що у цілому призводить до виникнення агентських витрат боргового фінансування. На цьому базується висновок авторів про те, що оптимальна структура капіталу досягається за умови рівності приведеної цінності вигід від використання боргового навантаження та приведеної вартості агентських витрат боргового фінансування
Теорія ієрархії (S. Myers, N. Majluf, 1984; S. Myers, 1984)	Виходить з того, що менеджери, володіючи інсайдерською інформацією щодо якості інвестиційних проектів, дотримуються певної ієрархії джерел фінансування: у першу чергу застосовують внутрішні власні джерела, в наступну – найбільш безпечні (з інформаційної точки зору) боргові зобов'язання, потім – ризиковані зобов'язання. Випуск акцій відповідає найбільш високому рівню ризику, тому це джерело застосовується у крайньому випадку. На відміну від попередніх теорій, концепція ієрархії не є рівноважною, тобто підприємство не має оптимальної (цільової) структури капіталу
<i>Поведінкові теорії</i>	
Теорія інформаційних каскадів (S. Bikhchandani, D. Hirshleifer and I. Welch, 1992)	Теорія ґрунтується на тезі щодо стадної поведінки економічних агентів і висуває ідею, що оптимальною стратегією поведінки індивіда є повторення дій (або рішень) його попередників в аналогічних ситуаціях, незалежно від наявної інформації, що призводить до виникнення так званих «інформаційних каскадів». Відносно структури капіталу, інформаційний каскад проявляється у: копіюванні структури капіталу підприємств-лідерів, наслідуванні популярних на даний момент методів формування структури капіталу

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Закінчення табл. 8.3

Концепції	Коротка характеристика
Теорія відслідковування ринку (M. Baker and J. Wurgler, 2002; D. Jenter, 2005)	Ґрунтується на емпіричних дослідженнях, що засвідчують практику корпорацій емітувати акції в період високих цін на ринку та викупати – у період низьких, для отримання вигоди від тимчасових відхилень вартості власного капіталу відносно вартості інших його форм. На думку авторів, «структура капіталу формується у результаті спроб менеджменту відслідкувати ринок капіталу і є підсумком таких спроб». Відповідно, оптимальної структури капіталу не існує. Вона формується не у результаті стратегічного планування, а у результаті тимчасових сприятливих можливостей, які надає ринок капіталу
Теорія автономії інвестицій менеджерів (A. Dittmar and A. Thakor, 2007)	Є подальшим розвитком теорії відслідковування ринку і стверджує, що компанія емітує акції, коли їхня ринкова вартість і ступінь погодження менеджерів та інвесторів високі і, навпаки – вдаватися до боргового фінансування, коли ринкова вартість акцій і ступінь погодження – низькі

Таким чином, усі зазначені теорії структури капіталу можна умовно поділити на дві групи: рівноважні, які передбачають існування оптимальної структури капіталу (традиційна теорія, теорія ММ, теорія стаціонарного компромісу, теорія структури капіталу з позицій агентських витрат) та нерівноважні, котрі наголошують на відсутності оптимальної структури капіталу (теорія ієрархії, теорія інформаційних каскадів, теорія відслідковування ринку, теорія автономії інвестицій менеджерів). Отже, на сьогодні відсутня принципова згода серед науковців і практиків відносно існування оптимальної структури капіталу. Дискусія з цього приводу супроводжується численними емпіричними дослідженнями зі спробами виявити, якої саме теоретичної моделі структури капіталу дотримуються підприємства у практиці управління фінансами (чи дійсно вони визначають оптимальну структуру капіталу і слідує їй), що призводить до підтвердження або спростовування окремих теоретичних положень і які суттєво різняться отриманими висновками.

Одним з механізмів оптимізації структури капіталу підприємства є фінансовий леверидж.

Фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових ресурсів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, фінансовий леверидж є об'єктивним фактором, який виникає з появою позикових ресурсів у обсязі використовуваного підприємством капіталу, що дозволяє йому отримати додатковий прибуток на власний капітал.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Показник, який відображає рівень додатково генерованого прибутку на власний капітал при різній частці використання позикових засобів, називається ефектом фінансового левериджу. Він розраховується за такою формулою:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - C_{\text{пп}}) \cdot (\text{КВР}_A - \text{Кв}) \cdot \frac{\overline{\text{ПК}}}{\overline{\text{ВК}}}, \quad (8.20)$$

- де
- ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, що полягає у прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %;
 - $C_{\text{пп}}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;
 - КВР_A – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення прибутку до сплати податків з прибутку та відсотків за кредит до середньої вартості активів), %;
 - Кв – середній рівень відсотків за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;
 - $\overline{\text{ПК}}$ – середня сума позикового капіталу, що використовується підприємством;
 - $\overline{\text{ВК}}$ – середня сума власного капіталу підприємства.

Розглянемо механізм формування ефекту фінансового левериджу на наступному прикладі (табл. 8.4).

Таблиця 8.4

Формування ефекту фінансового левериджу

(ум. грош. од.)

№ пор.	Показники	Підприємства		
		«А»	«Б»	«В»
1	Середня сума усього капіталу (активів), що використовується, у досліджуваному періоді, у тому числі:	1 000	1 000	1 000
1.1	середня сума власного капіталу;	1 000	800	500
1.2	середня сума позикового капіталу	-	200	500
2	Сума прибутку до сплати податків та відшкодування витрат по сплаті відсотків за кредит	200	200	200

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Закінчення табл. 8.4

№ пор.	Показники	Підприємства		
		«А»	«Б»	«В»
3	Коефіцієнт рентабельності активів (без вирахування витрат по сплаті відсотків за кредит), %	20	20	20
4	Середній рівень відсотків за кредит, %	10	10	10
5	Сума відсотків за кредит, сплачена за використання позикового капіталу: $\left(\frac{\text{пок.1.2} \cdot \text{пок.4}}{100} \right)$	–	20	50
6	Сума прибутку підприємства до оподаткування: (пок.2 – пок.5)	200	180	150
7	Ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом	0,18	0,18	0,18
8	Сума податку на прибуток: (пок.6 · пок.7)	36	32,4	27
9	Сума чистого прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства після сплати податку: (пок.6 – пок.8)	164	147,6	123
10	Коефіцієнт рентабельності власного капіталу або коефіцієнт фінансової рентабельності, %: $\left(\frac{\text{пок.9} \cdot 100}{\text{пок.1.1}} \right)$	17	19	25
11	Приріст рентабельності власного капіталу у зв'язку з використанням позикового капіталу, у % (по відношенню до підприємства «А»)		2	8

Розглядаючи наведені дані, можна побачити, що по підприємству «А» ефект фінансового левириджу відсутній, оскільки воно не використовує у своїй господарській діяльності позиковий капітал. По підприємству «Б» цей ефект становить:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - 0,18) \cdot (20 - 10) \cdot \frac{200}{800} = 2\%. \quad (8.21)$$

Відповідно по підприємству «В» цей ефект становить:

$$\text{ЕФЛ} = (1 - 0,18) \cdot (20 - 10) \cdot \frac{500}{500} = 8\%. \quad (8.22)$$

З результатів проведених розрахунків видно: чим вища питома вага позикових засобів у загальній сумі капіталу, що використовується підприємством, тим більший рівень прибутку на власний капітал воно отримує. Це обумовлене тим, що прибуток, який генерується позиковим капіталом, повністю може бути розподілений між власниками акцій (і не розподіляється на кредиторів). Окрім цього, залучення позикового капіталу надає підприємству податкову економію, з огляду на те, що витрати по його обслуговуванню зменшують суму оподатковуваного прибутку, що збільшує теперішню вартість вільного грошового потоку на суму продисконтованої податкової економії і має позитивний вплив на зростання вартості підприємства.

Проте слід зауважити: зростання частки позикового капіталу після досягнення певного рівня зменшує ефект фінансового левериджу, що обумовлюється зростанням рівня фінансового ризику підприємства та відповідним подорожчанням позикового капіталу, збільшенням витрат по його обслуговуванню (внаслідок витрат на моніторинг, які будуть включені кредиторами у вартість позикового капіталу), а підприємство, що не забезпечує прибуткової діяльності, взагалі не відчуває податкові переваги залучення позикового капіталу. Тобто, структура капіталу, при якій забезпечується максимальне значення ефекту фінансового левериджу та фінансової рентабельності (або чистого прибутку на одну просту акцію (*EPS*)), є оптимальною.

Розглядаючи раніше наведену формулу розрахунку ефекту фінансового левериджу, можна виділити у ній три основні складові:

1. *Податковий коректор фінансового левериджу* ($1 - C_{\text{пп}}$), що показує, у якому ступені проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. *Диференціал фінансового левериджу* ($\text{КВР}_A - \text{Кв}$), котрий характеризує різницю між коефіцієнтом рентабельності активів та середнім розміром відсотка за кредит.

3. *Коефіцієнт фінансового левериджу (ПК/ВК)*, який характеризує суму позикового капіталу, що використовується підприємством, у розрахунку на одиницю власного капіталу.

Виокремлення цих складових дозволяє цілеспрямовано управляти ефектом фінансового левериджу у процесі фінансової діяльності підприємства.

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, тому що ставка податку на прибуток установлюється законодавчо. Разом з тим, у процесі управління фінансовим левериджем диференційований податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

- а) якщо по різних видах діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- б) коли в окремих видах діяльності підприємство використовує податкові пільги по прибутку;
- в) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;
- г) коли окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку.

У цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно й на склад прибутку за рівнем його оподаткування), можна, знизивши середню ставку оподаткування прибутку, підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект (за інших рівних умов).

Диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект проявляється лише у тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, і середній розмір відсотка за використований кредит (включаючи не тільки його пряму ставку, але й інші питомі витрати по його залученню, страхуванню та обслуговуванню), тобто диференціал фінансового левериджу, є позитивною величиною. *Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вищим за інших рівних умов буде його ефект.*

У зв'язку з високою динамічністю цього показника він вимагає постійного моніторингу у процесі управління ефектом фінансового левериджу. Цей динамізм обумовлений дією низки факторів.

Насамперед, у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (у першу чергу, скорочення обсягу пропозиції на ньому вільного капіталу) вартість позикових засобів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства.

Окрім того, зниження фінансової стійкості підприємства у процесі підвищення частки використовуваного позикового капіталу призводить до збільшення ризику його банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення до неї премії за додатковий фінансовий ризик. При певному рівні цього ризику (а, відповідно, й рівні загальної ставки відсотка за кредит) диференціал фінансового левериджу може бути зведений до нуля (при якому використання позикового капіталу не дасть приросту рентабельності власного капіталу) і навіть мати негативну величину (при якій рентабельність власного капіталу знизиться, оскільки частина чистого прибутку, що генерується власним капіталом, йтиме на обслуговування використовуваного позикового капіталу по високих ставках відсотка).

Нарешті, у період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а, відповідно, й розмір валового прибутку підприємства від операційної діяльності. У цих умовах негативна величина диференціала фінансового левериджу може формуватися навіть при незмінних ставках відсотка за кредит за рахунок зниження коефіцієнта валової рентабельності активів.

Формування негативного значення диференціала фінансового левериджу за кожною з перелічених вище причин завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. У цьому випадку використання підприємством позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем, що мультиплікує (пропорційно мультиплікаторові або коефіцієнту змінює) позитивний або негативний ефект, який отримується за рахунок відповідного значення його диференціала. При позитивному значенні диференціала будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при негативному значенні диференціала приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. Іншими словами, приріст коефіцієнта фінансового левериджу мультиплікує ще більший приріст його ефекту (позитивного або негативного, залежно від позитивної або негативної величини диференціала фінансового левериджу). Аналогічне зниження коефіцієнта фінансового левериджу буде призводити до зворотного результату, знижуючи у ще більшому ступені його позитивний або негативний ефект.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Таким чином, при незмінному диференціалі коефіцієнт фінансового левериджу є головним генератором як зростання суми і рівня прибутку на власний капітал, так і фінансового ризику втрати цього прибутку. Аналогічно, при незмінному коефіцієнті фінансового левериджу позитивна або негативна динаміка його диференціала генерує як зростання суми і рівня прибутку на власний капітал, так і фінансовий ризик її втрати.

Для оцінки рівня фінансового левериджу (DFL) можна застосовувати підхід, що передбачає оцінку ступеня еластичності чистого прибутку від зміни прибутку до сплати відсотків за кредит і податків з прибутку. Він показує, на скільки відсотків зміниться чистий прибуток (чистий прибуток на одну просту акцію) при зміні прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит на 1% і дозволяє оцінити можливість зростання фінансової рентабельності та чистого прибутку на одну акцію. Рівень фінансового левериджу може бути розрахований за допомогою наступної формули:

$$DFL = \frac{\Delta \text{ЧП}\%}{\Delta \text{EBIT}\%} = \frac{\Delta \text{ЧП}}{\text{ЧП}} \cdot \frac{\text{EBIT}}{\Delta \text{EBIT}} = \frac{\Delta \text{EBIT} \cdot (1 - \text{С}_{\text{пп}}) \cdot \text{EBIT}}{(\text{EBIT} - 1) \cdot (1 - \text{С}_{\text{пп}}) \cdot \Delta \text{EBIT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - 1}, \quad (8.23)$$

- де
- DFL – рівень фінансового левериджу, %;
 - $\text{С}_{\text{пп}}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;
 - $\Delta \text{ЧП}\%$ – приріст чистого прибутку, %;
 - $\Delta \text{EBIT}\%$ – приріст прибутку до оподаткування та сплати відсотків за кредит, %;
 - ЧП – сума чистого прибутку, тис. грн;
 - EBIT – сума прибутку до сплати відсотків за кредит та податків з прибутку, тис. грн;
 - I – сума відсотків за кредит, тис. грн.

Якщо підприємство у фінансуванні діяльності використовує привілейовані акції, формула рівня фінансового левериджу буде мати наступний вигляд:

$$DFL = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - I - \frac{PD}{(1-t)}}, \quad (8.24)$$

- де
- PD – сума дивідендів за привілейованими акціями;
 - t – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Характеризуючи можливість нарощення чистого прибутку на одну просту акцію, рівень фінансового левериджу показує рівень фінансового ризику підприємства: ризик можливого банкрутства, який підвищується наявністю додаткових витрат по обслуговуванню боргу, і додаткову мінливість розміру чистого прибутку на одну просту акцію.

Можливий рівень фінансової рентабельності у плановому періоді можна визначити за допомогою наступної формули:

$$\Phi P_{\text{п}} = \Phi P_{\text{з}} \cdot (1 + DFL \cdot I_{\text{EBIT}}), \quad (8.25)$$

де $\Phi P_{\text{п}}$ – рівень фінансової рентабельності у плановому періоді, %;
 $\Phi P_{\text{з}}$ – рівень фінансової рентабельності у звітному періоді, %;
 DFL – рівень фінансового левериджу, %;
 I_{EBIT} – індекс росту прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит, виражений десятковим дробом.

Знання механізму впливу фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу й рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

Між операційними та фінансовими показниками підприємства існує тісний взаємозв'язок. Так, при певному обсязі операційного прибутку (EBIT) різні варіанти фінансування діяльності підприємства можуть забезпечувати однаковий розмір чистого прибутку на одну просту акцію (EPS). Таке значення EBIT називають точкою байдужості. Аналіз впливу варіантів фінансування на розмір EPS у теорії фінансового менеджменту отримав назву «аналіз байдужості у межах EBIT-EPS (EBIT-EPS break-even analysis)». В основі такого аналізу – модель оцінки чистого прибутку на одну просту акцію:

$$EPS = \frac{(EBIT - I) \cdot (1 - t) - PD}{NS}, \quad (8.26)$$

де EPS – чистий прибуток на одну просту акцію;
 $EBIT$ – операційний прибуток до оподаткування та виплати відсотків за кредит;
 I – сума відсотків за кредит;
 t – ставка податку на прибуток;
 PD – сума дивідендів за привілейованими акціями;
 NS – кількість простих акцій.

9.1. Склад власного капіталу та особливості формування власних фінансових ресурсів підприємства

Фінансовою основою підприємства є сформований ним власний капітал. Під власним капіталом розуміється загальна сума засобів, що належать підприємству на правах власності і використовуються ним для формування активів. Вартість активів, сформованих за рахунок інвестованого у них власного капіталу, – це «чисті активи підприємства».

Загальна сума власного капіталу підприємства відображена підсумком першого розділу «Пасиву» звітного балансу. Структура статей цього розділу дозволяє чітко ідентифікувати спочатку інвестовану його частину (тобто суму засобів, вкладених власниками підприємства у процесі його створення) і накопичену його частину у процесі здійснення ефективної господарської діяльності.

Основу першої частини власного капіталу підприємства становить його статутний (zareestrovaniy) капітал – зафіксована в установчих документах загальна вартість активів, що є внеском власників (учасників) у капітал підприємства (підприємства, для яких не передбачена фіксована сума статутного капіталу, відбивають у цій позиції суму фактичного внеску власників у його статутний фонд).

Другу частину власного капіталу представляють додатково вкладений капітал, резервний капітал, нерозподілений прибуток та деякі інші його види.

Формування власного капіталу підприємства підпорядковується двом основним цілям.

1. Формуванню за рахунок власного капіталу необхідного обсягу необоротних активів. Сума власного капіталу підприємства, авансована у різноманітні види його необоротних активів (основні засоби; нематеріальні активи; незавершене будівництво; довгострокові фінансові інвестиції тощо), характеризується терміном *власний основний капітал*.

Суму власного основного капіталу підприємства розраховують за такою формулою:

$$BK_{OC} = HA - ДПК_{HA}, \quad (9.1)$$

де BK_{OC} – обсяг власного основного капіталу, сформований підприємством;

HA – загальна сума необоротних активів підприємства;

$ДПК_{HA}$ – сума довгострокового позикового капіталу, що використовується для фінансування необоротних активів підприємства.

2. Формуванню за рахунок власного капіталу певної частини обсягу оборотних активів. Сума власного капіталу, авансована у різноманітні види його оборотних активів (запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів; обсяг незавершеного виробництва; запаси готової продукції; поточну дебіторську заборгованість; грошові активи тощо), характеризується терміном *власний оборотний капітал*.

Суму власного оборотного капіталу підприємства розраховують такою формулою:

$$BK_{OB} = OA - ДПК_{OA} - КПК, \quad (9.2)$$

де BK_{OB} – сума власного основного капіталу, сформована підприємством;

OA – загальна сума оборотних активів підприємства;

$ДПК_{OA}$ – сума довгострокового позикового капіталу, що використовується для фінансування оборотних активів підприємства;

$КПК$ – сума короткострокового позикового капіталу, залученого підприємством.

Управління власним капіталом пов'язане не тільки із забезпеченням ефективного використання уже накопиченої його частини, але і з формуванням власних фінансових ресурсів, що забезпечують майбутній розвиток підприємства. У процесі управління формуванням власних фінансових ресурсів вони класифікуються за джерелами формування. Склад основних джерел формування власних фінансових ресурсів підприємства наведений на рис. 9.1.

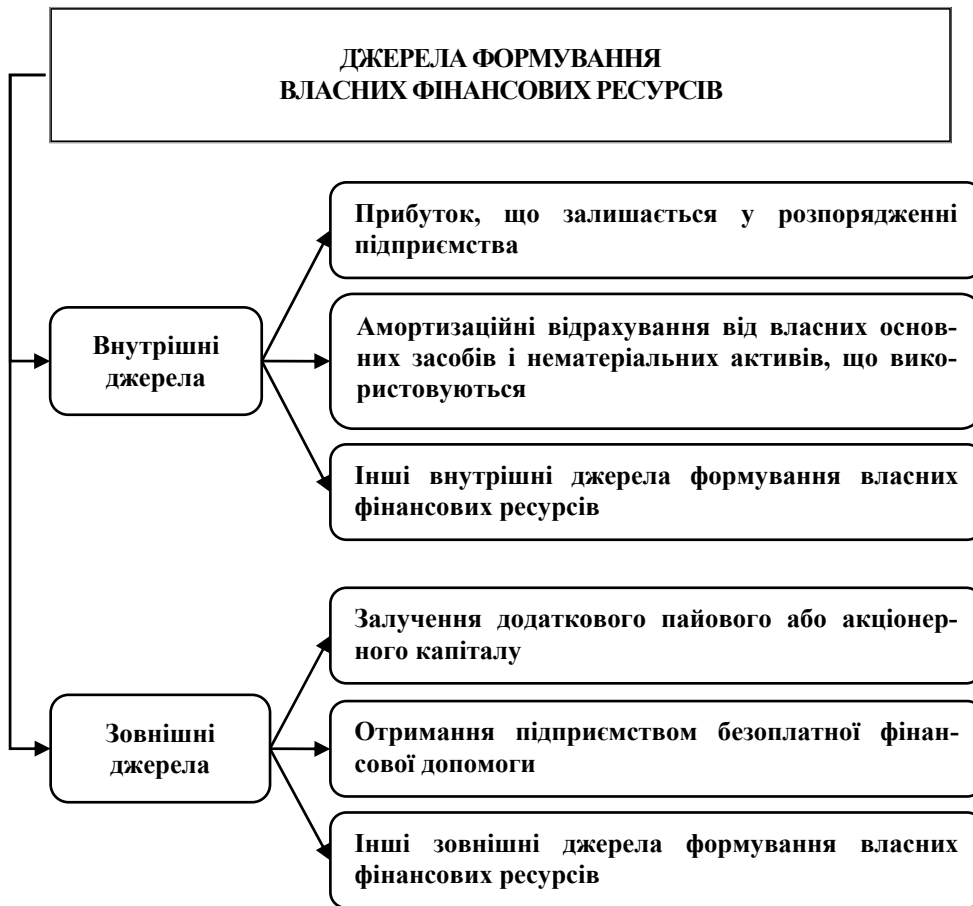


Рис. 9.1. Склад основних джерел формування власних фінансових ресурсів підприємства

У складі *внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів* основне місце належить прибутку, що залишається у розпорядженні підприємства, – він формує переважну частину його власних фінансових ресурсів, забезпечує приріст власного капіталу, а, відповідно, й ріст ринкової вартості підприємства. Певну роль у складі внутрішніх джерел відіграють також амортизаційні відрахування, особливо на підприємствах з високою вартістю використовуваних власних основних засобів і нематеріальних активів; однак суму власного капіталу підприємства вони не збільшують, а лише є засобом його реінвестування. Інші внутрішні джерела не відіграють помітної ролі у формуванні власних фінансових ресурсів підприємства.

У складі зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів основне місце належить залученню підприємством додаткового пайового (шляхом додаткових внесків коштів учасниками) або акціонерного (шляхом додаткової емісії й реалізації акцій) капіталу. Для окремих підприємств одним із зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів може бути надавана їм безоплатна фінансова допомога (як правило, така допомога надається лише окремим державним підприємствам різного рівня). До інших зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів входять безкоштовно передані підприємству матеріальні і нематеріальні активи, що включаються до складу його балансу.

Збільшення власного капіталу підприємства пов'язане, у першу чергу, з управлінням формуванням його власних фінансових ресурсів. Основним завданням цього управління є забезпечення необхідного рівня самофінансування розвитку господарської діяльності підприємства у майбутньому періоді.

Управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства здійснюється у наступні основні етапи (рис. 9.2.).

1. Аналіз формування власних фінансових ресурсів підприємства у попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування власних фінансових ресурсів і його відповідності темпам розвитку підприємства.

- На першій стадії аналізу вивчаються загальний обсяг формування власних фінансових ресурсів, відповідність темпів приросту власного капіталу темпам приросту активів та обсягу реалізованої продукції підприємства, динаміка питомої ваги власних ресурсів у загальному обсязі формування фінансових ресурсів у передплановому періоді.

- На другій стадії аналізу розглядаються джерела формування власних фінансових ресурсів. У першу чергу вивчається співвідношення зовнішніх і внутрішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, а також вартість залучення власного капіталу з різних джерел.

- На третій стадії аналізу оцінюється достатність власних фінансових ресурсів, сформованих на підприємстві у передплановому періоді. Критерієм такої оцінки є показник «сума приросту чистих активів підприємства». Його динаміка відображає тенденцію забезпеченості розвитку підприємства власними фінансовими ресурсами.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ



Рис. 9.2. Основні етапи управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства

2. Визначення загальної потреби у власних фінансових ресурсах. Ця потреба визначається за такою формулою:

$$\Pi_{\text{ВФР}} = \frac{\Pi_{\text{К}} \cdot \text{ПВ}_{\text{ВК}}}{100} - \text{ВК}_{\text{поч}} + \Pi_{\text{С}}, \quad (9.3)$$

де $\Pi_{\text{ВФР}}$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства у плановому періоді;
 $\Pi_{\text{К}}$ – загальна потреба у капіталі на кінець планового періоду;
 $\text{ПВ}_{\text{ВК}}$ – планована питома вага власного капіталу у загальному його обсязі;
 $\text{ВК}_{\text{поч}}$ – сума власного капіталу на початок планового періоду;
 $\Pi_{\text{С}}$ – сума прибутку, що спрямовується на споживання у плановому періоді.

Розрахована загальна потреба охоплює необхідну суму власних фінансових ресурсів, сформованих за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел.

3. Оцінка вартості залучення власного капіталу з різних джерел. Така оцінка проводиться у розрізі основних елементів власного капіталу, сформованого за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Її результати є основою розробки управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел формування власних фінансових ресурсів, що забезпечують приріст власного капіталу підприємства.

4. Забезпечення максимального обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел. До того, як звертатися до зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів, мають бути реалізовані усі можливості їхнього формування за рахунок внутрішніх джерел. Оскільки основними планованими внутрішніми джерелами формування власних фінансових ресурсів підприємства є сума чистого прибутку та амортизаційних відрахувань, то у першу чергу у процесі планування цих показників необхідно передбачити можливості їх росту за рахунок різних резервів.

Метод прискореної амортизації активної частини основних засобів збільшує можливості формування власних фінансових ресурсів за рахунок цього джерела. Однак варто мати на увазі, що зростання суми амортизаційних відрахувань у процесі проведення прискореної амортизації окремих видів основних засобів призводить до відповідного зменшення суми прибутку. Саме тому при пошуку резервів росту власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел варто виходити з необхідності максимізації сукупної їхньої суми, тобто з такого критерію:

$$\text{ЧП} + \text{AB} \rightarrow \text{ВФР}_{\text{МАКС}}, \quad (9.4)$$

де ЧП – плановий обсяг чистого прибутку підприємства;

AB – планована сума амортизаційних відрахувань;

ВФР_{МАКС} – максимальна сума власних фінансових ресурсів, що формуються за рахунок внутрішніх джерел.

5. Забезпечення необхідного обсягу залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел. Обсяг залучення власних фінансових ресурсів із зовнішніх джерел покликаний забезпечити ту їх частину, яку не вдалося сформувати за рахунок внутрішніх джерел фінансування. Якщо сума залучених за рахунок внутрішніх джерел

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

власних фінансових ресурсів повністю забезпечує загальну потребу в них у плановому періоді, то у залученні цих ресурсів за рахунок зовнішніх джерел немає необхідності.

Потреба у залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел розраховується за такою формулою:

$$\Delta ВВФ_{\text{ЗОВН}} = П_{\text{ВФР}} - \Delta ВВФ_{\text{ВНУТР}}, \quad (9.5)$$

де $\Delta ВВФ_{\text{ЗОВН}}$ – потреба у залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел;

$П_{\text{ВФР}}$ – загальна потреба у власних фінансових ресурсах підприємства у плановому періоді;

$\Delta ВВФ_{\text{ВНУТР}}$ – сума власних фінансових ресурсів, яку планується залучити за рахунок внутрішніх джерел.

Забезпечення задоволення потреби у власних фінансових ресурсах за рахунок зовнішніх джерел планується за рахунок залучення додаткового пайового капіталу (власників або інших інвесторів), додаткової емісії акцій або за рахунок інших джерел.

6. Оптимізація співвідношення внутрішніх і зовнішніх джерел формування власних фінансових ресурсів. Процес цієї оптимізації ґрунтується на таких критеріях:

- а) забезпеченні мінімальної сукупної вартості залучення власних фінансових ресурсів. Якщо вартість залучення власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел істотно перевищує плановану вартість залучення позикових засобів, то від такого формування власних ресурсів варто відмовитися;
- б) забезпеченні збереження управління підприємством його початковими засновниками. Зростання додаткового пайового або акціонерного капіталу за рахунок сторонніх інвесторів може призвести до втрати такого управління.

Ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів оцінюється за допомогою коефіцієнта самофінансування розвитку підприємства у майбутньому періоді. Його рівень має відповідати поставленій меті.

Коефіцієнт самофінансування розвитку підприємства розраховується за такою формулою:

$$K_{\text{CF}} = \frac{\text{ВФР}}{\Delta A + \Pi_{\text{ВФР}}}, \quad (9.6)$$

де K_{CF} – коефіцієнт самофінансування майбутнього розвитку підприємства;

ВФР – планований обсяг формування власних фінансових ресурсів;

ΔA – планований приріст активів підприємства;

$\Pi_{\text{ВФР}}$ – планований обсяг витрачання власних фінансових ресурсів підприємства на цілі споживання.

Успішна реалізація розробленої політики формування власних фінансових ресурсів пов'язана з рішенням таких основних завдань:

- забезпеченням максимізації формування прибутку підприємства з урахуванням припустимого рівня фінансового ризику;
- формуванням ефективної політики розподілу прибутку (дивідендної політики) підприємства;
- здійсненню додаткової емісії акцій або залученням додаткового пайового капіталу.

Розглянемо основні особливості й механізми управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства у розрізі поставлених завдань.

9.2. Фінансові механізми управління формуванням операційного прибутку

Основу валового прибутку підприємства становить його операційний прибуток. Саме тому управління формуванням прибутку підприємства розглядається у першу чергу як процес формування прибутку від реалізації продукції.

Механізм управління формуванням операційного прибутку будується з урахуванням тісного взаємозв'язку цього показника з обсягом реалізації продукції, доходів і витрат підприємства. Система цього взаємозв'язку, що отримала назву «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації й прибутку» [Cost-Volume-Profit-relationships; «CVP»], дозволяє виділити роль окремих факторів у формуванні операційного прибутку і забезпечити ефективне управління цим процесом на підприємстві.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Механізм цієї системи передбачає послідовне формування маржинального, валового й чистого прибутку підприємства.

- *Розрахунок маржинального операційного прибутку підприємства здійснюється за такою формулою:*

$$МП_0 = ЧВР - ЗВ, \quad (9.7)$$

де $МП_0$ – обсяг маржинального операційного прибутку у досліджуваному періоді;
 $ЧВР$ – обсяг чистої виручки від реалізації у досліджуваному періоді;
 $ЗВ$ – сума змінних операційних витрат.

- *Розрахунок операційного прибутку підприємства здійснюється за такими алгоритмами:*

$$EBIT = ЧВР - ЗВ - ПВ; EBIT = МП_0 - ПВ, \quad (9.8)$$

де $EBIT$ – обсяг операційного прибутку у досліджуваному періоді;
 $ПВ$ – обсяг постійних операційних витрат.

- *Розрахунок чистого операційного прибутку підприємства здійснюється на основі таких формул:*

$$ЧП_0 = EBIT - I - ПП; ЧП_0 = ЧВР - ЗВ - ПВ - I - ПП; ЧП_0 = МП_0 - ПВ - I - ПП, \quad (9.9)$$

де $ЧП_0$ – обсяг чистого операційного прибутку у досліджуваному періоді;
 I – обсяг фінансових витрат (відсотків за кредит);
 $ПП$ – сума податку на прибуток та інших обов'язкових платежів за рахунок прибутку.

У процесі управління формуванням операційного прибутку на основі системи «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації й прибутку» підприємство вирішує низку завдань:

1. *Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність протягом короткого періоду.* Графічно «точка беззбитковості» (або «поріг рентабельності») операційної діяльності підприємства у короткостроковому періоді, протягом якого не змінюються рівень цін на продукцію, рівень змінних витрат та обсяг постійних витрат, представлена на рис. 9.3.

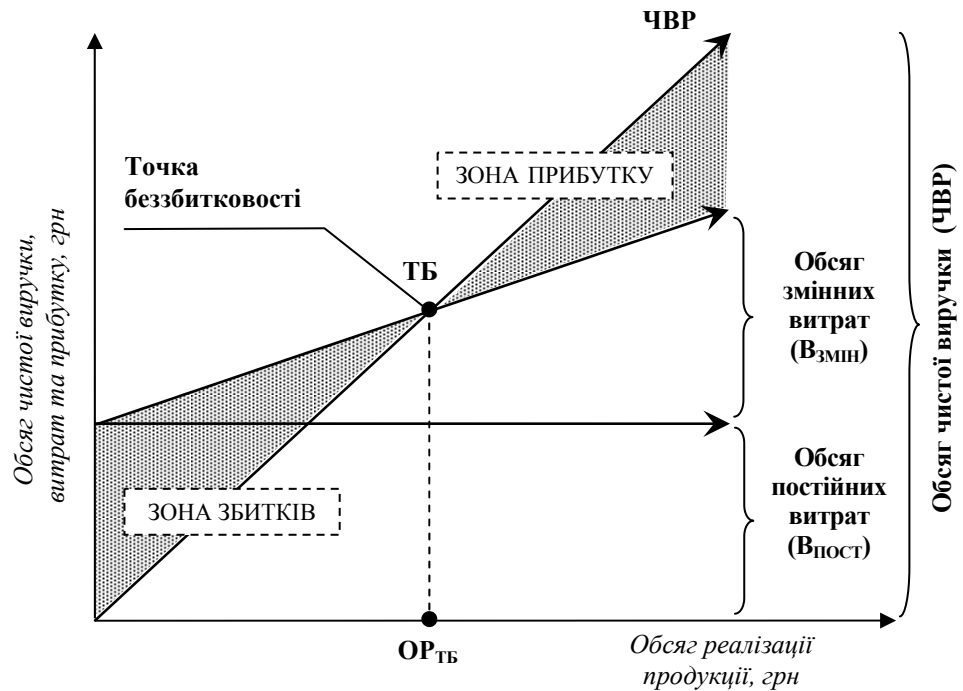


Рис. 9.3. Графік формування точки беззбитковості операційної діяльності підприємства у короткостроковому періоді

З наведеного графіка видно, що для досягнення «точки беззбитковості» операційної діяльності (ТБ) підприємство має забезпечити такий обсяг реалізації продукції (ОР_{ТБ}), при якому обсяг чистої виручки від реалізації зрівняється із сумою витрат – як постійних, так і змінних. Ця умова може бути виражена такими рівностями:

$$\begin{array}{l}
 \nearrow \text{ЧВР} = \text{ЗВ} + \text{ПВ} \\
 \text{ТБ} \searrow \text{ЧВР} = \text{В},
 \end{array}
 \quad (9.10)$$

де ТБ – точка беззбитковості операційної діяльності;
В – сукупний обсяг операційних витрат.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Відповідно вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки беззбитковості операційної діяльності підприємства у короткостроковому періоді, може бути визначений за такою формулою:

$$ВОР_{ТБ} = \frac{В_{ПОСТ} \cdot 100}{Р_{МП}}, \quad (9.11)$$

де $ВОР_{ТБ}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки беззбитковості операційної діяльності підприємства у короткостроковому періоді;

$В_{ПОСТ}$ – обсяг постійних операційних витрат (незмінний у досліджуваному періоді);

$Р_{МП}$ – рівень маржинального операційного прибутку до обсягу реалізації продукції, %.

2. Визначення обсягу реалізації продукції, що забезпечує беззбиткову операційну діяльність у довгостроковому періоді. Операційна діяльність у довгостроковому періоді порівняно з короткостроковим періодом має такі основні відмінності:

- а) з ростом обсягу реалізації продукції періодично зростають постійні операційні витрати. Це пов'язано зі збільшенням парку використовуваних машин та устаткування (що призводить до зростання амортизаційних відрахувань), підвищенням чисельності працівників апарату управління (що призводить до зростання витрат на його утримання) тощо;
- б) з насиченням ринку у результаті зростання обсягу реалізації продукції підприємство змушене знижувати рівень цін, що призводить до відповідного зменшення темпів росту чистого операційного доходу;
- в) за рахунок більш ощадливого використання сировини й матеріалів, підвищення продуктивності праці операційного персоналу, укрупнення партій сировини, що закуповується, та продукції, яка відвантажується, поступово знижується рівень змінних операційних витрат на одиницю продукції.

Усі ці зміни, через взаємозв'язок розглянутих факторів з операційним прибутком, істотно впливають на формування його обсягу. Це можна простежити за даними графіка, представленого на рис. 9.4.

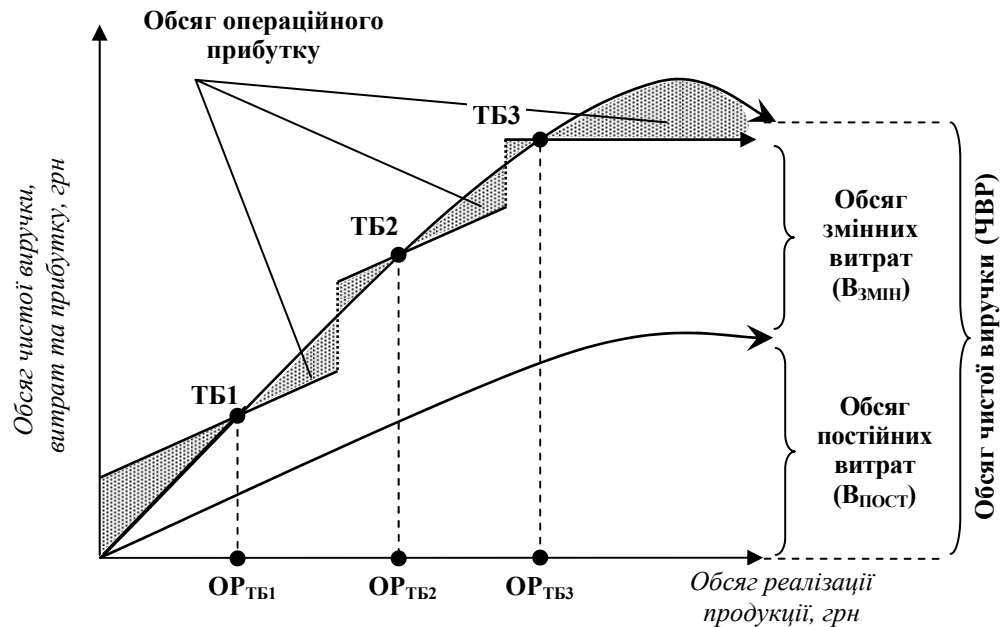


Рис. 9.4. Графік формування точки безбитковості операційної діяльності підприємства у тривалому періоді

З наведеного графіка видно: із-за умов, які трансформують операційну діяльність, точка безбитковості постійно змінює своє значення, тобто виникає необхідність у набагато більшому обсязі реалізації порівняно з попереднім періодом ($ОР_{ТБ1} < ОР_{ТБ2} < ОР_{ТБ3}$). Відповідно змінюється й сума операційного прибутку, що отримується підприємством через мінливі умови операційної діяльності на кожному етапі. Якщо на перших двох етапах ця зміна суми операційного прибутку обумовлювалася в основному зростанням суми постійних операційних витрат, то на третьому етапі основний вплив на зміну суми цього прибутку має зниження рівня маржинального доходу.

Кожен етап зміни умов операційної діяльності підприємства у тривалому періоді є початком цієї діяльності у короткостроковому періоді, закінчення якого характеризується новою зміною умов. Іншими

словами, тривалий період операційної діяльності підприємства може бути розкладений на низку короткострокових періодів (з незмінними умовами), що дозволяє використати при розрахунках алгоритми, характерні для такого періоду. У зв'язку із цим, наступні завдання формування операційного прибутку з використанням системи «CVP» будуть розглянуті у межах короткострокового періоду операційної діяльності підприємства.

3. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованої (цільової) суми операційного прибутку. Це завдання може мати і зворотну постановку: визначення планової суми операційного прибутку при заданому плановому обсязі реалізації продукції. Графічно взаємозв'язок між плановими значеннями обсягу реалізації продукції і суми операційного прибутку представлений на рис. 9.5.

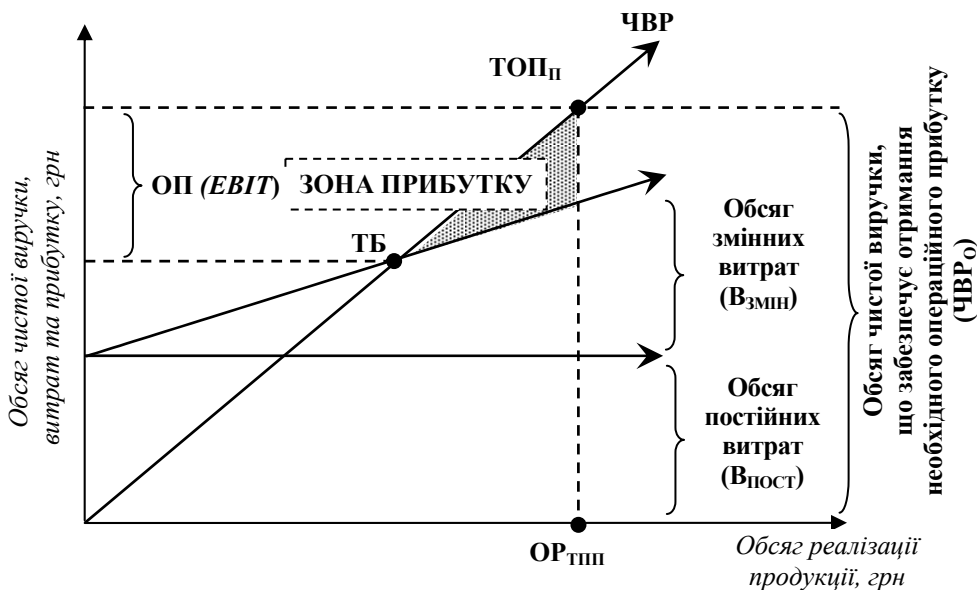


Рис. 9.5. Графік формування точки планового операційного прибутку підприємства

З наведеного графіка видно, що при запланованому обсязі реалізації продукції ($ОР_{тпп}$) підприємство може отримати певну суму операційного прибутку ($ОП_{п}$), на обсяг якого сума чистої виручки буде перевищувати суму операційних витрат – як постійних, так і змінних. Графік може бути інтерпретований і у зворотному варіанті, при заплано-

ваній сумі операційного прибутку (ОП_п) плановий обсяг реалізації продукції підприємства має перебувати у точці Р_{тпп}.

Цей обсяг реалізації продукції може бути визначений на підприємстві за такими формулами:

$$\begin{aligned} \text{ОР}_{\text{тпп}} &= \frac{\text{ОП}_{\text{п}} + \text{В}_{\text{пост}}}{\text{Ц} - \text{ВЗ}}; \\ \text{вОР}_{\text{тпп}} &= \frac{(\text{ОП}_{\text{п}} + \text{В}_{\text{пост}}) \cdot 100}{\text{Р}_{\text{мп}}}, \end{aligned} \quad (9.12)$$

де $\text{вОР}_{\text{тпп}}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує формування планового обсягу операційного прибутку підприємства;

$\text{ОР}_{\text{тпп}}$ – обсяг реалізації продукції, який забезпечує формування планового обсягу операційного прибутку підприємства у натуральному вираженні;

$\text{ОП}_{\text{п}}$ – планована сума операційного прибутку;

$\text{В}_{\text{пост}}$ – обсяг постійних операційних витрат (незмінний у досліджуваному періоді);

Ц – ціна одиниці продукції;

ВЗ – середні змінні операційні витрати на одиницю продукції;

$\text{Р}_{\text{мп}}$ – рівень маржинального операційного прибутку до обсягу реалізації продукції, %.

4. Визначення суми «межі безпеки» (або «запасу міцності») підприємства, тобто суми можливого зниження обсягу реалізації продукції у вартісному вираженні при несприятливій кон'юктурі товарного ринку, що дозволяє йому здійснювати прибуткову операційну діяльність. «Межа безпеки» («запас міцності») визначає можливі межі маневру підприємства як у ціновій політиці, так і у зниженні натурального обсягу виробництва та реалізації продукції у процесі здійснення операційної діяльності в несприятливих ринкових умовах (зниження попиту, посилення конкуренції тощо). Графічно формування «межі безпеки» («запасу міцності») підприємства представлено на рис. 9.6.

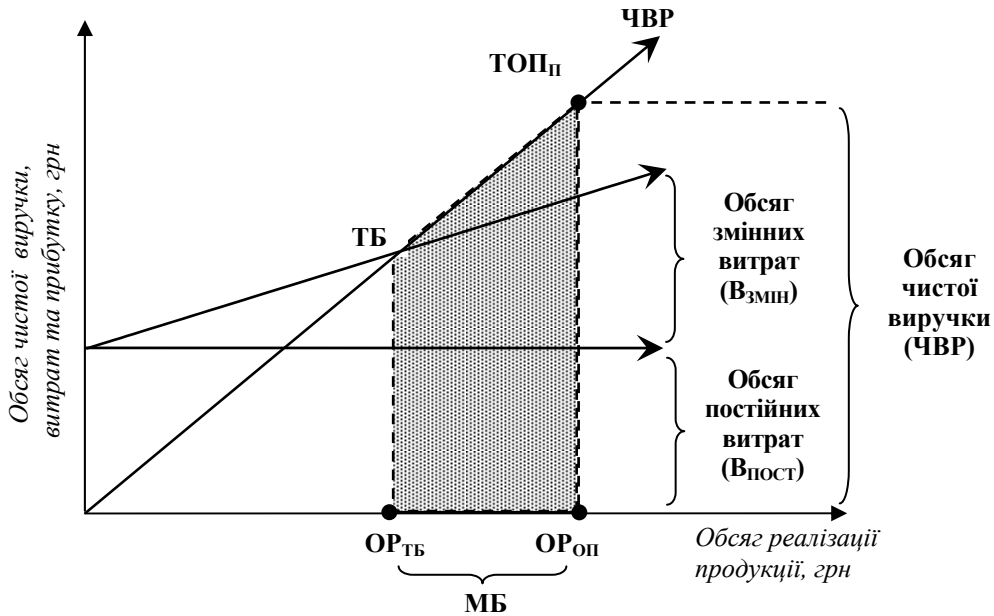


Рис. 9.6. Графік формування «межі безпеки» (запасу міцності) підприємства у процесі здійснення операційної діяльності

З наведеного графіка видно: «межа безпеки» підприємства («запас міцності») характеризує той обсяг реалізації продукції, що перебуває у межах між точкою забезпечення запланованої (фактично досягнутої) суми операційного прибутку підприємства (ТОПп) і точкою беззбитковості операційної діяльності (ТБ). У вартісному вираженні межа безпеки операційної діяльності підприємства розраховується за такою формулою:

$$\text{МБв} = \text{вОР}_{\text{воп}} - \text{вОР}_{\text{тб}}, \quad (9.13)$$

де МБв – вартісний обсяг реалізації продукції підприємства, що забезпечує «межу безпеки» («запас міцності») операційної діяльності;

$\text{вОР}_{\text{воп}}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, який забезпечує формування планового (або фактично досягнутого) обсягу валового операційного прибутку підприємства;

$вОР_{ТБ}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки беззбитковості операційної діяльності підприємства.

Межа безпеки (запас міцності) може бути виражена не тільки абсолютною, а й відносною величиною – її рівнем (або коефіцієнтом безпеки). Розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$КБ = \frac{МБ_{в}}{вОР_{оп}} \cdot 100, \quad (9.14)$$

де $КБ$ – коефіцієнт (рівень) безпеки операційної діяльності підприємства;

$МБ_{в}$ – вартісний обсяг реалізації продукції підприємства, що забезпечує межу безпеки (запас міцності) операційної діяльності;

$вОР_{оп}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, який забезпечує формування планового (або фактично досягнутого) обсягу операційного прибутку підприємства.

5. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення запланованої (цільової) суми маржинального операційного прибутку підприємства. Це завдання може мати й зворотню постановку: визначення планової суми маржинального операційного прибутку при заданому плановому обсязі реалізації продукції. Графічно взаємозв'язок між плановими значеннями обсягу реалізації продукції і суми маржинального операційного прибутку представлений на рис. 9.7.

З наведеного графіка видно, що при запланованому обсязі реалізації продукції ($ОР_{ТМП}$) підприємство може отримати певну суму маржинального операційного прибутку ($МОПп$), на обсяг якого сума чистої виручки ($ЧВР$) буде перевищувати суму постійних операційних витрат ($В_{пост}$). Графік може бути інтерпретований і у зворотному варіанті: *при запланованій сумі маржинального операційного прибутку ($МОПп$) плановий обсяг реалізації продукції підприємства має перебувати у точці $ОР_{ТМП}$.*

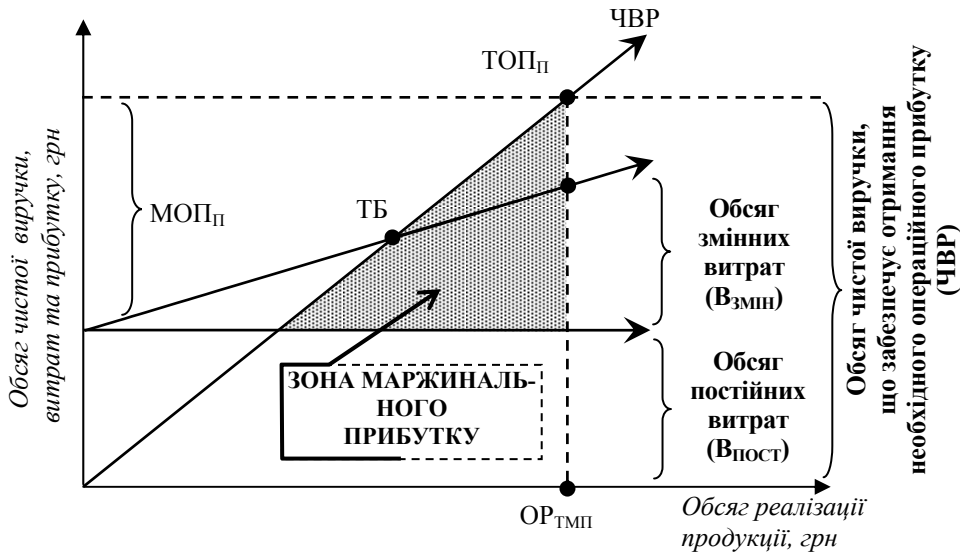


Рис. 9.7. Графік формування точки планового маржинального операційного прибутку підприємства

Цей обсяг реалізації продукції може бути визначений у вартісному вираженні за такою формулою:

$$вОР_{ТМІ} = \frac{ОП_{П} + В_{ПОСТ}}{Р_{МП}} \cdot 100, \quad (9.15)$$

де $вОР_{ТМІ}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує формування планового обсягу маржинального операційного прибутку підприємства;

$ОП_{П}$ – планована сума операційного прибутку;

$В_{ПОСТ}$ – обсяг постійних операційних витрат (незмінний у досліджуваному періоді);

$Р_{МП}$ – рівень маржинального прибутку до обсягу реалізації продукції, %.

6. Визначення необхідного обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення планової (цільової) суми чистого операційного прибутку. Це завдання може мати й зворотну постановку: визначення планової суми чистого операційного прибутку підприємства при заданому плановому обсязі реалізації продукції. Графічно взаємозв'язок між плановими значеннями обсягу реалізації продукції і суми чистого операційного прибутку представлений на рис. 9.8.

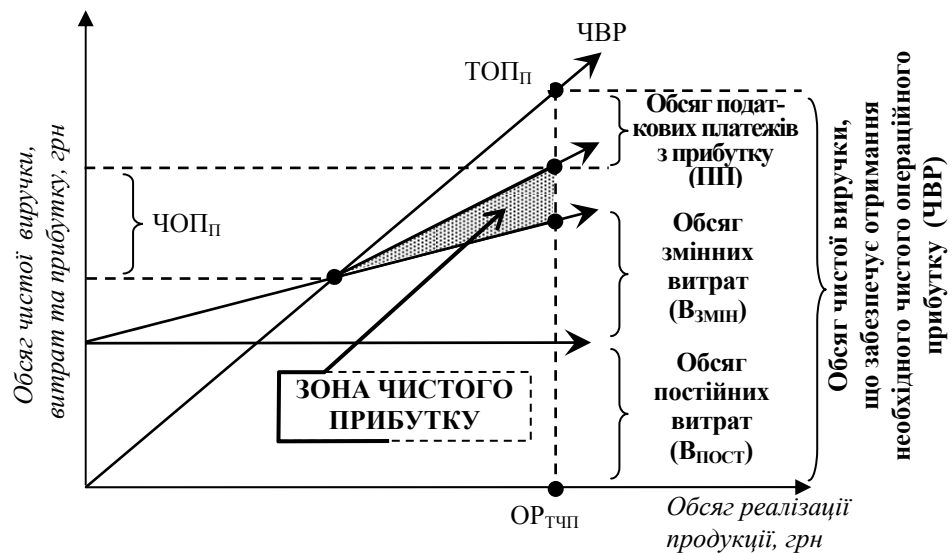


Рис. 9.8. Графік формування точки планового чистого операційного прибутку підприємства

З наведеного графіка видно, що при запланованому обсязі реалізації продукції ($ОР_{тчп}$) підприємство може отримати певну суму чистої виручки (ЧВР), яка буде перевищувати суму сукупних операційних витрат – як постійних, так і змінних, а також суму податкових платежів, здійснюваних за рахунок прибутку. Графік може бути інтерпретований і у зворотному варіанті: при запланованій сумі чистого операційного прибутку ($ЧОП_{п}$) плановий обсяг реалізації продукції підприємства має перебувати у точці $ОР_{тчп}$. Цей обсяг реалізації продукції може бути визначений у вартісному вираженні за формулою:

$$вОР_{тчп} = \frac{(ЧОП_{п} + В_{пост} + ПП) \cdot 100}{P_{мп}}, \quad (9.16)$$

- де $вОР_{тчп}$ – вартісний обсяг реалізації продукції, що забезпечує формування планової (цільової) суми чистого операційного прибутку підприємства;
- $ЧОП_{п}$ – планована (цільова) сума чистого операційного прибутку;
- $В_{пост}$ – обсяг постійних операційних витрат (незмінний у досліджуваному періоді);

ПП – планова сума податкових платежів за рахунок прибутку, що обчислена, виходячи із суми чистого операційного прибутку і ставки податку на прибуток методом зворотного перерахунку;

$R_{МП}$ – рівень маржинального операційного прибутку до обсягу реалізації продукції, %.

7. Визначення цільової суми доходу й прибутку при необхідному рівні цін на продукцію. Фінансовий механізм управління прибутком дозволяє істотно впливати на обсяг виручки через систему ціноутворення на продукцію підприємства. Використовуючи систему «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації й прибутку», це можна простежити за графіком, представленим на рис. 9.9.

Обсяг чистої виручки,
витрат та прибутку, грн

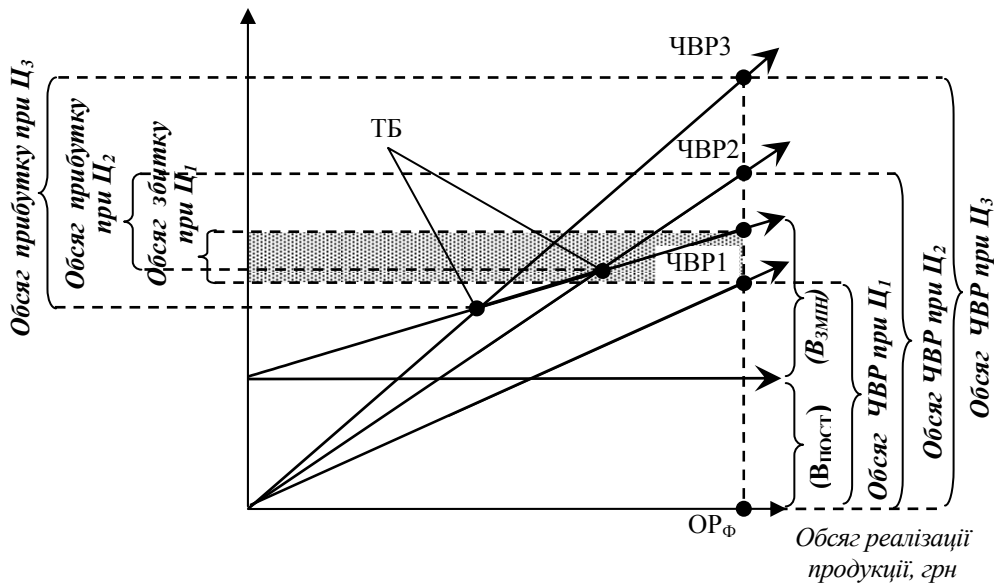


Рис. 9.9. Графік залежності обсягу чистого операційного доходу та валового операційного прибутку від рівня цін на продукцію

На графіку представлено три варіанти формування суми чистої виручки залежно від трьох значень рівня цін на реалізовану продукцію: C_1 , C_2 , C_3 (обсяг реалізації продукції у натуральному вираженні – $ОР_F$ – при усіх трьох варіантах залишається незмінним).

При першому значенні рівня ціни на продукцію (C_1) сума отриманої чистої виручки є найменшою і не покриває суму сукупних операційних витрат ($V_{\text{ПОСТ}} + V_{\text{ЗМІН}}$), внаслідок чого результатом операційної діяльності підприємства є збиток.

При другому значенні рівня ціни на продукцію (C_2) реалізований її обсяг дозволяє покрити точку беззбитковості і підприємство має можливість сформувати певну суму операційного прибутку (хоча й невелику). Обсяг чистої виручки при такому рівні ціни істотно зростає.

При третьому значенні рівня ціни на продукцію (C_3) підприємство досягає найвищих обсягів чистої виручки й операційного прибутку.

З графіка також видно: рівень встановлюваних цін на продукцію істотно впливає як на обсяг реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки беззбитковості (ТБ), так і на зростання межі безпеки (запасу міцності). Найменший обсяг реалізації продукції для досягнення точки беззбитковості необхідний при C_3 ; при цьому ж рівні ціни забезпечується й найвища межа безпеки. При C_2 обсяг реалізації продукції, котрий забезпечує досягнення точки беззбитковості, зростає, а межа безпеки скорочується. При C_1 точка беззбитковості взагалі не досягається, а межа безпеки відсутня.

Таким чином, механізм управління операційним прибутком підприємства з використанням системи «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації й прибутку» ґрунтується на його залежності («чутливості») від таких основних факторів:

- а) обсягу реалізації продукції у вартісному або натуральному вираженні;
- б) суми й рівня змінних операційних витрат;
- в) суми постійних операційних витрат;
- г) співвідношення постійних і змінних операційних витрат;
- д) суми податкових платежів, що здійснюються за рахунок прибутку.

Ці фактори можуть розглядатися як основні при формуванні суми операційного прибутку, впливаючи на які можна отримати необхідні результати.

Розподіл усієї сукупності операційних витрат підприємства на постійні й змінні також дозволяє використати механізм управління операційним прибутком, відомий як «операційний леверидж». Дія цього

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

механізму заснована на тому, що наявність у складі операційних витрат будь-якої суми постійних витрат призводить до того, що при зміні обсягу реалізації продукції сума операційного прибутку завжди змінюється більш високими темпами. Іншими словами, постійні операційні витрати самим фактом свого існування викликають непропорційно більш високу зміну суми операційного прибутку підприємства при будь-якій зміні обсягу реалізації продукції незалежно від розміру підприємства, галузевих особливостей його операційної діяльності та інших факторів (причини такої зміни докладно розглянуті при визначенні впливу обсягу реалізації продукції на обсяг і рівень сукупних операційних витрат).

Однак ступінь такої чутливості операційного прибутку до зміни обсягу реалізації продукції неоднозначний на підприємствах, що мають різне співвідношення постійних і змінних операційних витрат. Чим вищою є питома вага постійних витрат у загальній сумі операційних витрат підприємства, тим більше змінюється сума операційного прибутку стосовно темпів зміни обсягу реалізації продукції.

Співвідношення постійних і змінних операційних витрат підприємства, що дозволяє «включати» механізм операційного левериджу з різною інтенсивністю впливу на операційний прибуток підприємства, характеризується «коефіцієнтом операційного левериджу», який розраховується за такою формулою:

$$K_{\text{ол}} = \frac{B_{\text{пост}}}{B}, \quad (9.17)$$

де $K_{\text{ол}}$ – коефіцієнт операційного левериджу;
 $B_{\text{пост}}$ – сума постійних операційних витрат;
 B – загальна сума операційних витрат.

Чим вищим є значення коефіцієнта операційного левериджу на підприємстві, тим більшим чином воно здатне прискорювати темпи приросту операційного прибутку стосовно темпів приросту обсягу реалізації продукції. Іншими словами, при однакових темпах приросту обсягу реалізації продукції підприємство, що має більший коефіцієнт операційного левериджу, за інших рівних умов завжди буде вищими темпами нарощувати суму операційного прибутку порівняно із підприємством з меншим значенням цього коефіцієнта.

Конкретне співвідношення приросту суми операційного прибутку і суми обсягу реалізації, що досягається при певному коефіцієнті операційного левериджу, характеризується показником «ефект (рівень) операційного левериджу». Принципова формула розрахунку цього показника має вигляд:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT}{\Delta Q}, \quad (9.18)$$

де EOL – рівень операційного левериджу, що досягається при конкретному значенні його коефіцієнта на підприємстві;

$\Delta EBIT$ – темп приросту операційного прибутку, у %;

ΔQ – темп приросту обсягу реалізації продукції, у %.

Задаючи той або інший темп приросту обсягу реалізації продукції, завжди можна, використовуючи зазначену формулу, визначити, у яких обсягах зростає операційний прибуток при сформованому на підприємстві коефіцієнті операційного левериджу. Відмінності у досягнутому ефекті на різних підприємствах будуть визначатися відмінностями у співвідношенні постійних і змінних операційних витрат, що відображаються значенням коефіцієнта операційного левериджу.

Наведена вище принципова формула розрахунку рівня (ефекту) операційного левериджу має низку модифікацій.

Так, з метою управління маржинальним прибутком підприємства, формула для розрахунку рівня операційного левериджу може бути модифікована наступним чином:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta Q} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT} \cdot \frac{Q}{\Delta Q} = \frac{(\bar{C} - \bar{3B}) \cdot \Delta Q \cdot Q}{[(\bar{C} - \bar{3B}) \cdot Q - \bar{PB}] \cdot \Delta Q} = \frac{(\bar{C} - \bar{3B}) \cdot Q}{(\bar{C} - \bar{3B}) \cdot Q - \bar{PB}}, \quad (9.19)$$

де DOL – рівень (ефект) операційного левериджу;

$\Delta EBIT\%$ – темп приросту операційного прибутку, у %;

$\Delta Q\%$ – темп приросту обсягу реалізації продукції, у %.

Q – обсяг реалізації продукції у натуральному вимірі;

$EBIT$ – сума операційного прибутку, тис. грн;

$\bar{C}$ – ціна одиниці продукції, тис. грн;

$\overline{ЗВ}$ – середні змінні витрати на одиницю реалізованої продукції, тис. грн;

ПВ – сума постійних витрат, тис. грн.

Виходячи з даних перетворень, розрахунок рівня операційного левериджу можна представити за допомогою наступної формули:

$$DOL = \frac{МП}{EBIT}, \quad (9.20)$$

де DOL – рівень операційного левериджу;
МП – сума маржинального операційного прибутку;
 $EBIT$ – сума операційного прибутку.

У конкретних ситуаціях операційної діяльності підприємства прояв механізму операційного левериджу має низку особливостей, які необхідно враховувати у процесі його використання для управління прибутком. Сформулюємо основні із цих особливостей.

1. Позитивний вплив операційного левериджу починає проявлятися лише після того, як підприємство подолато точку беззбитковості операційної діяльності. Для того, щоб позитивний ефект операційного левериджу почав проявлятися, підприємство спочатку має отримати достатній обсяг маржинального прибутку, аби покрити постійні операційні витрати (тобто забезпечити рівність: $МП = В_{\text{пост}}$). Це пов'язане з тим, що підприємство зобов'язане відшкодовувати свої постійні операційні витрати незалежно від конкретного обсягу реалізації продукції, тож чим вищою є сума постійних витрат і коефіцієнт операційного левериджу, тим пізніше за інших рівних умов воно досягне точки беззбитковості. У зв'язку з цим, доки підприємство не забезпечило беззбитковості операційної діяльності, високий коефіцієнт операційного левериджу буде додатковим «вантажем» на шляху до досягнення точки беззбитковості. Це можна простежити за даними, представленими на рис. 9.10.

Як видно із наданого графіка, при високій питомій вазі постійних витрат (коефіцієнті операційного левериджу) точка беззбитковості лежить набагато правіше при нарощенні обсягу реалізації продукції.

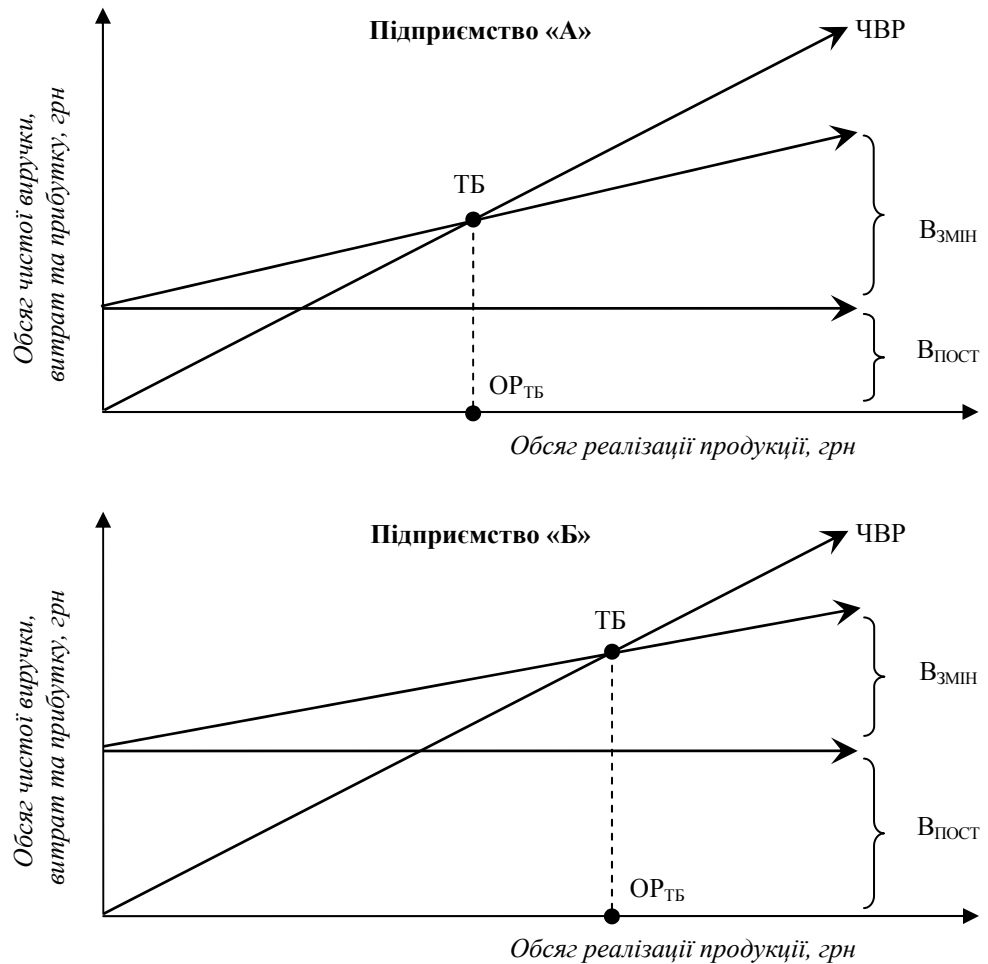


Рис. 9.10. Порівняння обсягу реалізації продукції, що забезпечує досягнення точки безбитковості на підприємствах з різною питомою вагою постійних операційних витрат

2. Після подолання точки безбитковості чим вищим є коефіцієнт операційного левериджу, тим більшу силу впливу на приріст прибутку буде мати підприємство, нарощуючи обсяг реалізації продукції. Ця теза може бути підтверджена графічно (рис. 9.11).

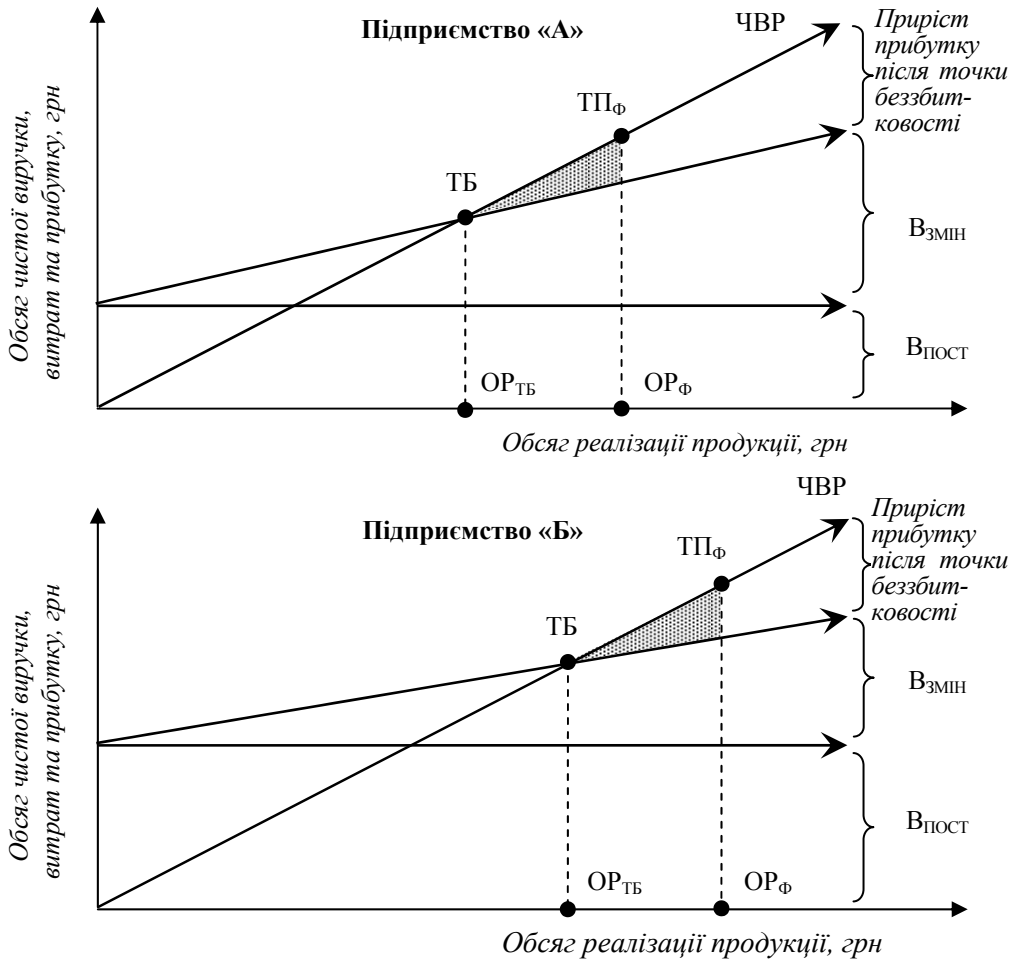


Рис. 9.11. Порівняння темпів нарощення прибутку після досягнення точки беззбитковості при однакових темпах приросту обсягу реалізації продукції на підприємствах з різною питомою вагою постійних операційних витрат

З наведеного графіка видно, що при однакових темпах приросту обсягу реалізації продукції на підприємстві з більш високим коефіцієнтом операційного левєриджу (підприємство «Б») сума операційного прибутку зростає вищими темпами після подолання точки беззбитковості, аніж на підприємстві з меншим значенням коефіцієнта операційного левєриджу (підприємство «А»).

3. Найбільший позитивний вплив операційного левєриджу досягається у зоні, яка максимально наближена до точки

беззбитковості (після її подолання). У міру подальшого нарощення обсягу реалізації продукції і віддалення від точки беззбитковості (тобто при нарощенні межі безпеки або запасу міцності) ефект операційного левериджу починає знижуватися. Іншими словами, кожен наступний відсоток приросту обсягу реалізації продукції буде призводити до усе меншого темпу приросту суми операційного прибутку (але при цьому темпи приросту суми прибутку завжди будуть залишатися вищими, аніж темпи приросту обсягу реалізації продукції). Це можна простежити за графіком, представленим на рис. 9.12.

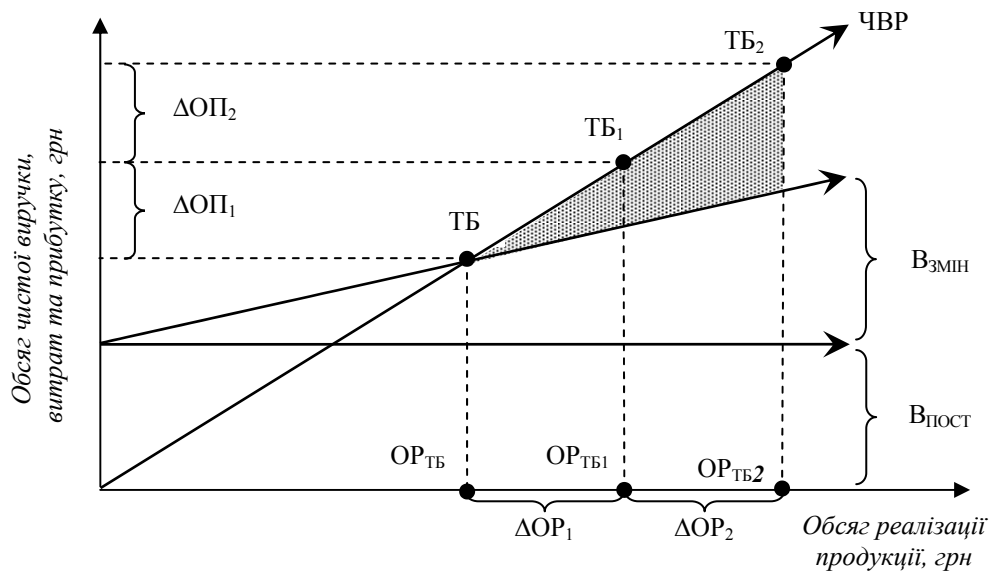


Рис. 9.12. Порівняння темпів приросту операційного прибутку (ОП) залежно від віддаленості від точки беззбитковості

З наведеного графіка видно, що при однакових обсягах приросту реалізації продукції операційний прибуток знижується у міру віддалення підприємства від точки беззбитковості або збільшенні межі безпеки: $\Delta ОП_2 < \Delta ОП_1$.

4. Механізм операційного левериджу має й зворотну спрямованість – при будь-якому зниженні обсягу реалізації продукції обсяг операційного прибутку буде зменшуватися вищим темпом. При цьому пропорції такого зниження залежать від значення коефіцієнта операційного левериджу: чим вище це значення, тим більш високими темпами буде зменшуватися сума операційного прибутку відносно

темтів зниження обсягу реалізації продукції. Аналогічно, у міру наближення до точки беззбитковості у зворотному напрямі, негативний ефект темтів зниження прибутку відносно темтів зниження обсягу реалізації продукції буде зростати. Пропорційність зниження або зростання рівня операційного левериджу при незмінному значенні його коефіцієнта дозволяє зробити висновок про те, що *коефіцієнт операційного левериджу є інструментом, який зрівнює співвідношення рівня прибутковості й рівня ризику у процесі здійснення операційної діяльності*.

5. Рівень операційного левериджу стабільний тільки у короткостроковому періоді. Це визначається тим, що операційні витрати, які відносяться до складу постійних, залишаються незмінними лише протягом короткого проміжку часу. Як тільки у процесі нарощення обсягу реалізації продукції відбувається черговий стрибок суми постійних операційних витрат, підприємству необхідно долати нову точку беззбитковості або пристосовувати до неї свою операційну діяльність. Іншими словами, після такого стрибка, що спричиняє зміну коефіцієнта операційного левериджу, його ефект по-новому проявляється в нових умовах господарювання.

Розуміння механізму прояву операційного левериджу дозволяє цілеспрямовано управляти співвідношенням постійних і змінних витрат з метою підвищення ефективності операційної діяльності. Це управління зводиться до зміни значення коефіцієнта операційного левериджу при різних тенденціях кон'юнктури товарного ринку і стадіях життєвого циклу підприємства.

• *При несприятливій кон'юнктурі товарного ринку, що визначає можливе зниження обсягу реалізації продукції, а також на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, коли воно ще не пододало точку беззбитковості, необхідно вживати заходів до зниження значення коефіцієнта операційного левериджу.* І, навпаки, при сприятливій кон'юнктурі товарного ринку й наявності певної межі безпеки (запасу міцності) вимоги до здійснення режиму економії постійних витрат можуть бути істотно послаблені – у такі періоди підприємство може значно розширювати обсяг реальних інвестицій, проводячи реконструкцію й модернізацію виробничих основних фондів.

Управління операційним левериджем може здійснюватися шляхом впливу як на постійні, так і на змінні операційні витрати.

• *При управлінні постійними витратами* варто мати на увазі, що їх високий рівень значним чином визначається галузевими особливостями здійснення операційної діяльності, які визначають різний рівень

фондомісткості виробленої продукції, диференціацію рівня механізації й автоматизації праці. Окрім того слід зазначити: постійні витрати меншим чином піддаються швидкій зміні, тому підприємства, що мають високий коефіцієнт операційного левериджу, втрачають гнучкість в управлінні витратами.

Однак, незважаючи на ці об'єктивні обмеження, на кожному підприємстві є достатньо можливостей щодо зниження при необхідності суми й питомої ваги постійних операційних витрат. До переліку таких резервів можна віднести істотне скорочення накладних витрат (адміністративних витрат) при несприятливій кон'юктурі товарного ринку; продаж частини устаткування й нематеріальних активів, які не використовуються, з метою зниження потоку амортизаційних відрахувань; широке використання короткострокових форм лізингу машин і устаткування замість їх придбання у власність; скорочення обсягу споживання деяких комунальних послуг тощо.

- *При управлінні змінними витратами* основним орієнтиром має бути забезпечення постійної їхньої економії, оскільки між сумою цих витрат і обсягом виробництва та реалізації продукції існує пряма залежність. Забезпечення такої економії до подолання підприємством точки безбитковості призводить до зростання суми маржинального прибутку, що дозволяє швидше подолати цю точку. Після подолання точки безбитковості сума економії змінних витрат буде забезпечувати прямий приріст операційного прибутку. До основних резервів економії змінних витрат можна віднести зниження чисельності працівників основного й допоміжного виробництв за рахунок забезпечення зростання продуктивності праці; скорочення розміру запасів сировини, матеріалів готової продукції у періоди несприятливої кон'юктури товарного ринку; забезпечення вигідних для підприємства умов поставки сировини й матеріалів тощо.

Цілеспрямоване управління постійними й змінними витратами, оперативна зміна їх співвідношення при мінливих умовах господарювання дозволяють збільшити потенціал формування операційного прибутку підприємства, що створює передумови для зростання фінансової рентабельності підприємства, оскільки структура витрат, поряд зі структурою капіталу, створює певні передумови для нарощування ринкової вартості підприємства. Оцінити сукупний вплив цих двох характеристик дозволяє показник «рівень комбінованого левериджу» [Total leverage], який представляє добуток рівнів операційного та фінансового левериджу:

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

$$DTL = DOL \cdot DFL = \frac{\Delta \text{ЧП}\%}{\Delta Q\%}, \quad (9.21)$$

де DTL – рівень комбінованого (сукупного) левериджу, %;
 $\Delta \text{ЧП}$ – темп приросту чистого операційного прибутку, в %.

Шляхом перетворень можна отримати наступну модифікацію формули для розрахунку ефекту комбінованого левериджу:

$$DTL = \frac{(\Pi - \overline{ЗВ}) \cdot Q}{(\Pi - \overline{ЗВ}) \cdot Q - \text{ПВ} - I}, \quad (9.22)$$

де DTL – рівень комбінованого левериджу, %;
 ПВ – сума постійних витрат, тис. грн.;
 I – сума відсотків за кредит, тис. грн.

Виходячи з цієї формули, отримуємо наступний підхід до оцінки ефекту комбінованого левериджу:

$$DTL = \frac{\text{МП}}{\Pi}, \quad (9.23)$$

де DTL – рівень комбінованого левериджу, %;
 МП – сума маржинального операційного прибутку, тис. грн;
 Π – сума операційного прибутку до оподаткування, тис. грн.

Рівень комбінованого левериджу показує, на скільки відсотків зміниться чистий прибуток підприємства при зміні обсягу реалізації продукції на 1%, характеризує сукупний ризик підприємства (операційний та фінансовий) і дозволяє оцінити наслідки впливу операційного й фінансового левериджу на фінансові показники діяльності підприємства. Знаючи рівень комбінованого левериджу та очікуваний темп росту обсягів реалізації продукції, можна оцінити очікуваний рівень фінансової рентабельності та чистий прибуток на одну акцію у плановому періоді.

$$\Phi P_{\text{м}} = \Phi P_{\text{з}} \cdot (1 + DTL \cdot I_Q), \quad (9.24)$$

де $\Phi P_{\text{м}}$ – рівень фінансової рентабельності у плановому періоді, %
 $\Phi P_{\text{з}}$ – рівень фінансової рентабельності у звітному періоді, %
 DTL – рівень комбінованого левериджу, %;
 I_Q – очікуваний індекс росту обсягу реалізації продукції, виражений десятковим дробом.

9.3. Дивідендна політика

Термін «дивідендна політика» пов'язаний з розподілом прибутку в акціонерних товариствах. Однак розглянуті у цьому розділі принципи й методи розподілу прибутку є прийнятними не тільки для акціонерних товариств, а й для підприємств будь-якої іншої організаційно-правової форми діяльності (у цьому випадку змінюватися буде лише термінологія – замість термінів акція та дивіденд будуть використовуватися терміни пай, внесок і прибуток на внесок; механізм виплати доходів власникам залишиться таким же). Розподіл прибутку в акціонерному товаристві є найбільш складним його варіантом, і тому його обрано для розгляду усіх аспектів цього механізму. У більш широкому трактуванні, під терміном «дивідендна політика» можна розуміти механізм формування частки прибутку, яка виплачується власникові, відповідно до частки його внеску у загальну суму власного капіталу підприємства.

Основною метою розробки дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім зростанням його обсягу, що максимізує ринкову вартість підприємства і забезпечує його стратегічний розвиток. Виходячи з цієї мети, поняття дивідендної політики може бути сформульоване у такий спосіб: **дивідендна політика – це складова частина загальної політики управління прибутком, що полягає в оптимізації пропорцій між споживаною і капіталізованою його частинами з метою максимізації ринкової вартості підприємства.**

Існує три принципових підходи до формування дивідендної політики – «консервативний», «помірний» («компромісний») та «агресивний». Кожному із цих підходів відповідає певний *тип дивідендної політики* (табл. 9.1).

Таблиця 9.1

**Основні типи дивідендної політики
акціонерного товариства**

Підхід до формування дивідендної політики		Варіанти типів дивідендної політики
I.	Консервативний підхід	1. Залишкова політика дивідендних виплат. 2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат
II.	Помірний (компромісний) підхід	3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди
III.	Агресивний підхід	4. Політика стабільного рівня дивідендів. 5. Політика постійного зростання розміру дивідендів

1. Залишкова політика дивідендних виплат припускає, що фонд виплати дивідендів утвориться після того, як за рахунок прибутку буде задоволена потреба у формуванні власних фінансових ресурсів, котрі повністю забезпечують реалізацію інвестиційних можливостей підприємства. Якщо по наявних інвестиційних проектах рівень внутрішньої ставки дохідності перевищує середньозважену вартість капіталу (або інший обраний критерій, наприклад, коефіцієнт фінансової рентабельності), то основна частина прибутку має бути спрямована на реалізацію таких проектів, оскільки вона забезпечить високий темп зростання капіталу (відкладеного доходу) власників. Перевагою політики цього типу є забезпечення високих темпів розвитку підприємства, підвищення його фінансової стійкості. Недоліки цієї політики – нестабільність розмірів дивідендних виплат, повна непередбачуваність їхніх розмірів у майбутньому періоді й навіть відмова від їх виплат у період високих інвестиційних можливостей, що негативно позначається на формуванні рівня ринкової ціни акцій. Така дивідендна політика використовується лише на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства, пов'язаних з високим рівнем його інвестиційної активності.

2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат припускає виплату їх незмінної суми протягом тривалого періоду (при високих темпах інфляції сума дивідендних виплат коректується на індекс інфляції). Перевагою цієї політики є її надійність, що створює почуття впевненості акціонерів у незмінності розміру поточного доходу незалежно від різних обставин, визначає стабільність котирування акцій на фондовому ринку. Недолік цієї політики – її слабкий зв'язок з фінансовими результатами діяльності підприємства, у зв'язку з чим у періоди несприятливої кон'юнктури й низького розміру отримуваного прибутку інвестиційна діяльність може бути зведена до нуля. Для того, щоб уникнути цих негативних наслідків, стабільний розмір дивідендних виплат встановлюється, як правило, на відносно низькому рівні, завдяки чому й відносять даний тип дивідендної політики до категорії консервативної. Це мінімізує ризик зниження фінансової стійкості підприємства через недостатні темпи приросту власного капіталу.

3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди (або політика «екстра-дивіденда») за досить поширеною думкою є найбільш зваженим її типом. Її перевага – стабільна гарантована виплата дивідендів у мінімально передбаченому розмірі (як у попередньому випадку) при високому зв'язку з фінансовими результатами діяльності підприємства, що дозволяє збільшувати розмір дивідендів у періоди сприятливої господарської кон'юнктури, не знижуючи при цьому рівень інвестиційної активності. Така дивідендна політика дає найбільший ефект на підприємствах з нестабільним у динаміці обсягом отримуваного прибутку. Основний недолік цієї політики полягає у тому, що при тривалій виплаті мінімальних розмірів дивідендів інвестиційна привабливість акцій компанії знижується і, відповідно, падає їхня ринкова вартість.

4. Політика стабільного рівня дивідендів передбачає встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат стосовно суми прибутку (або нормативу розподілу прибутку на споживану і капіталізовану частини). Перевагами цієї політики є простота формування й тісний зв'язок з обсягом отримуваного прибутку. У той же час основний її недолік – нестабільність розмірів дивідендних виплат на акцію, яка обумовлена нестабільністю суми отримуваного прибутку. Ця нестабільність викликає різкі перепади у ринковій вартості акцій в

окремих періодах, що перешкоджає максимізації ринкової вартості підприємства у процесі здійснення такої політики (вона «сигналізує» про високий рівень ризику господарської діяльності даного підприємства). Навіть при високому рівні дивідендних виплат така політика зазвичай не залучає інвесторів (акціонерів), що уникають ризику. Тільки зрілі компанії зі стабільним прибутком можуть дозволити собі здійснення дивідендної політики цього типу; якщо розмір прибутку істотно варіює у динаміці, ця політика генерує високу загрозу банкрутства.

5. Політика постійного зростання розміру дивідендів (здійснюється під девізом – «ніколи не знижуй річний дивіденд») передбачає стабільне зростання рівня дивідендних виплат у розрахунку на одну акцію. Зростання дивідендів при здійсненні такої політики відбувається, як правило, у жорстко встановленому відсотку приросту до їх розміру у попередньому періоді (на цьому принципі побудована «*Модель Гордона*», що визначає ринкову вартість акцій таких компаній). Перевага такої політики – забезпечення високої ринкової вартості акцій компанії й формування її позитивного іміджу у потенційних інвесторів при додаткових емісіях. Недоліком цієї політики є відсутність гнучкості у її проведенні і постійне зростання фінансової напруженості – якщо темп росту коефіцієнта дивідендних виплат зростає (тобто якщо фонд дивідендних виплат росте швидше, аніж сума прибутку), то інвестиційна активність підприємства скорочується, а коефіцієнти фінансової стійкості знижуються (за інших рівних умов). Саме тому здійснення такої дивідендної політики може дозволити собі лише реально процвітаюча акціонерна компанія – якщо ж ця політика не підкріплена постійним зростанням прибутку компанії, то вона є вірним шляхом до її банкрутства.

Різні типи дивідендної політики акціонерної компанії проілюстровані на графіку, представленому на рис. 9.13.

З урахуванням розглянутих принципів, дивідендна політика акціонерного товариства формується у такі основні етапи (рис. 9.14).

Першим етапом формування дивідендної політики є вивчення й оцінка факторів, що її визначають. У практиці фінансового менеджменту ці фактори прийнято підрозділяти на чотири групи.

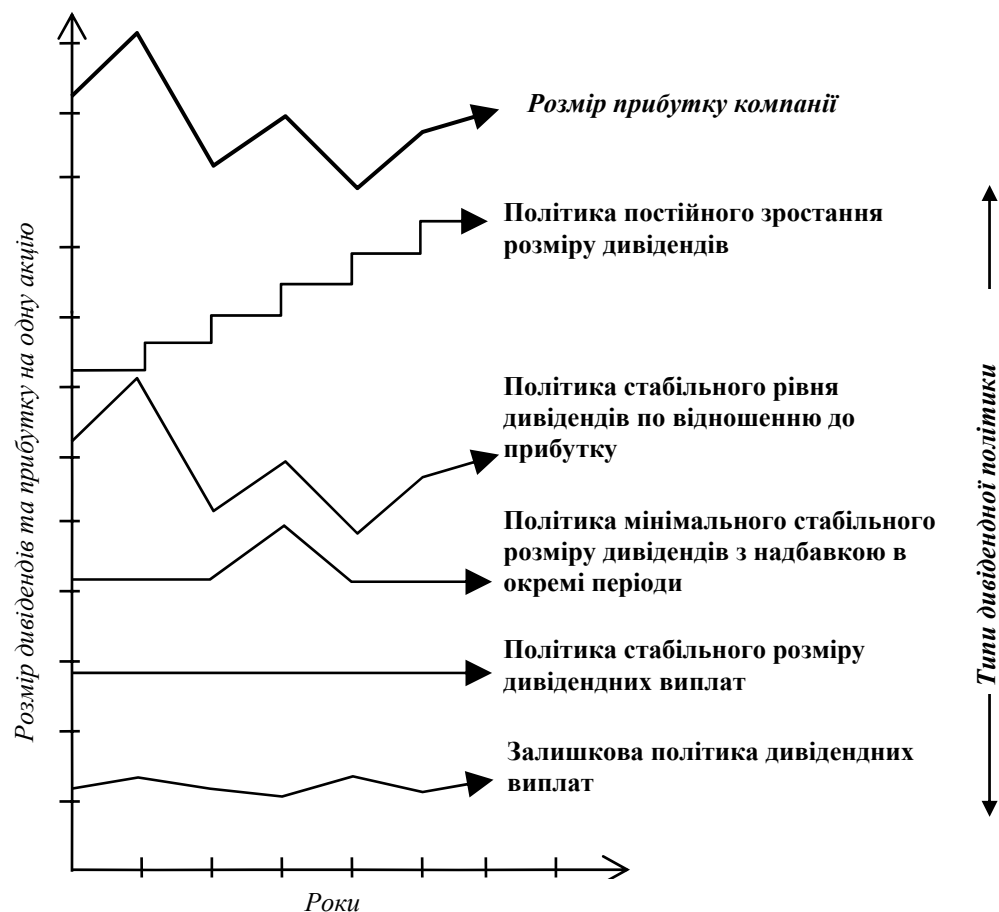


Рис. 9.13. Динаміка розміру дивідендів на одну акцію при різних типах дивідендної політики

1. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості підприємства. До числа основних факторів цієї групи відносяться:

- стадія життєвого циклу компанії (на ранніх стадіях життєвого циклу акціонерна компанія змушена більше засобів інвестувати у свій розвиток, обмежуючи виплату дивідендів);
- необхідність розширення акціонерною компанією своїх інвестиційних програм (у періоди активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на розширене відтворення основних засобів і нематеріальних активів, потреба у капіталізації прибутку зростає);

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

в) ступінь готовності окремих інвестиційних проектів з високим рівнем ефективності (окремі підготовлені проекти вимагають прискореної реалізації з метою забезпечення їх ефективної експлуатації при сприятливій кон'юктурі ринку, що обумовлює необхідність концентрації власних фінансових ресурсів у ці періоди).

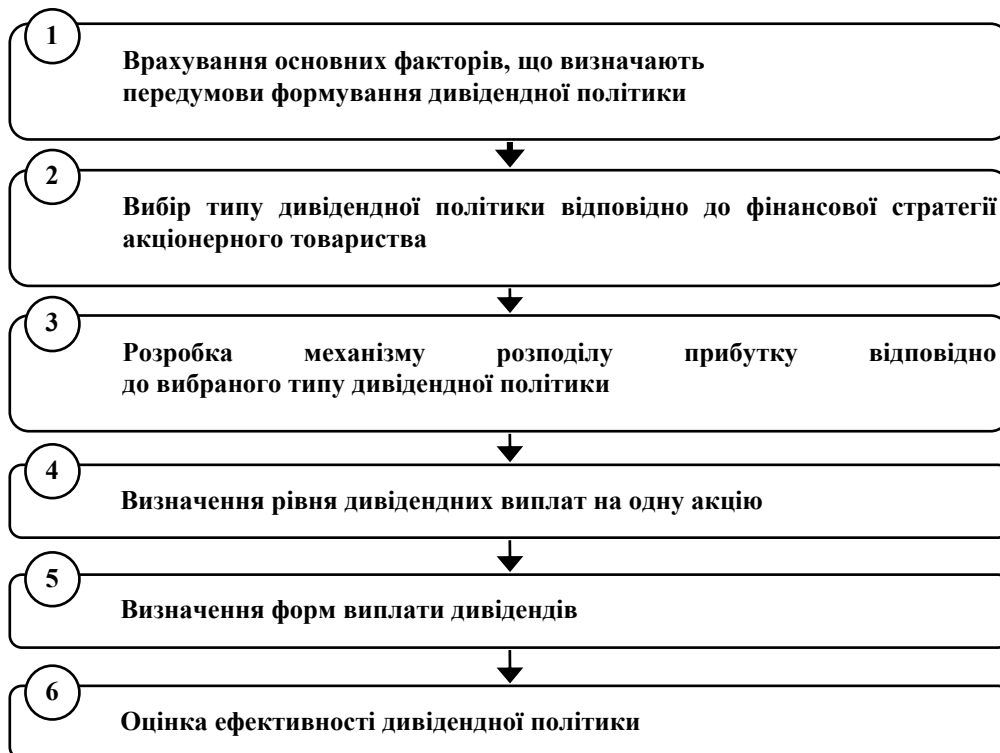


Рис. 9.14. Послідовність формування дивідендної політики акціонерного товариства

2. Фактори, які характеризують можливості формування фінансових ресурсів з альтернативних джерел. У цій групі факторів основними є:

- а) достатність резервів власного капіталу, сформованих у попередньому періоді;
- б) вартість залучення додаткового акціонерного капіталу;
- в) вартість залучення додаткового позикового капіталу;
- г) доступність кредитів на фінансовому ринку;
- д) рівень кредитоспроможності акціонерного товариства, обумовлений його поточним фінансовим станом.

3. Фактори, пов'язані з об'єктивними обмеженнями. До числа основних факторів цієї групи відносяться:

- а) рівень оподатковування дивідендів;
- б) рівень оподатковування майна підприємств;
- в) досягнутий ефект фінансового левериджу, обумовлений наявним співвідношенням власного й позикового капіталу, що використовується підприємством;
- г) фактичний обсяг отримуваного прибутку та коефіцієнт рентабельності власного капіталу.

4. Інші фактори. У складі цих факторів можуть бути виділені:

- а) кон'юнктурний цикл товарного ринку, учасником якого є акціонерна компанія (у період підйому кон'юнктури ефективність капіталізації прибутку значно зростає);
- б) рівень дивідендних виплат компаніями-конкурентами;
- в) невідкладність платежів за раніше отриманими кредитами (підтримка платоспроможності є більш пріоритетним завданням порівняно зі зростанням дивідендних виплат);
- г) можливість втрати контролю над управлінням компанією (низький рівень дивідендних виплат може призвести до зниження ринкової вартості акцій компанії та їх масовому «скиданню» акціонерами, що збільшує ризик фінансового захоплення акціонерної компанії конкурентами).

Оцінка цих факторів дозволяє визначити вибір того або іншого типу дивідендної політики на найближчий перспективний період.

Механізм розподілу прибутку акціонерного товариства відповідно до обраного типу дивідендної політики передбачає наступну послідовність дій:

- *на першому етапі* із суми чистого прибутку віднімаються сформовані за її рахунок обов'язкові відрахування у резервний та інші обов'язкові фонди спеціального призначення, які передбачені статутом товариства. «Очищена» сума чистого прибутку є так званим «дивідендним коридором», у межах якого реалізується відповідний тип дивідендної політики;

- *на другому етапі* частина чистого прибутку, що залишилася, розподіляється на капіталізовану і споживану частини. Якщо акціонерне товариство дотримується залишкового типу дивідендної політики, то у процесі цього етапу розрахунків пріоритетним завданням є формування фонду виробничого розвитку й навпаки;

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

• на *третьому етапі* сформований за рахунок прибутку фонд споживання розподіляється на фонд дивідендних виплат і фонд споживання персоналу акціонерного товариства (що передбачає додаткове матеріальне стимулювання працівників і задоволення їхніх соціальних потреб). Основою такого розподілу є обраний тип дивідендної політики й зобов'язання акціонерного товариства за колективним договором.

Визначення рівня дивідендних виплат на одну просту акцію здійснюється за формулою:

$$РДВ_{ПА} = \frac{ФДВ - ВП}{K_{ПА}}, \quad (9.25)$$

де $РДВ_{ПА}$ – рівень дивідендних виплат на одну акцію;
 $ФДВ$ – фонд дивідендних виплат, сформований відповідно до обраного типу дивідендної політики;
 $ВП$ – фонд виплат дивідендів власникам привілейованих акцій (за передбачуваного рівня);
 $K_{ПА}$ – кількість простих акцій, що емітовані акціонерним товариством.

Важливим етапом формування дивідендної політики є вибір форм виплати дивідендів. Основними з таких форм є:

1. **Виплати дивідендів готівкою (чеками).** Це найбільш проста й поширена форма здійснення дивідендних виплат.

2. **Виплата дивідендів акціями.** Така форма передбачає надання акціонерам знову емітованих акцій на суму дивідендних виплат. Вона становить інтерес для акціонерів, менталітет яких орієнтований на зростання капіталу у майбутньому періоді. Акціонери, що надають перевагу поточному доходу, можуть продати з цією метою додаткові акції на ринку.

3. **Автоматичне реінвестування.** Ця форма виплати надає акціонерам право індивідуального вибору – отримати дивіденди готівкою або реінвестувати їх у додаткові акції (у цьому випадку акціонер укладає з компанією чи брокерською конторою, що її обслуговує, відповідну угоду).

4. **Викуп акцій компанією.** Він розглядається як одна із форм реінвестування дивідендів, відповідно до якої на суму дивідендного фонду компанія скуповує частину акцій, які вільно обертаються на фондовому ринку. Це дозволяє автоматично збільшувати розмір прибутку на одну акцію, що залишилася, і підвищувати коефіцієнт дивідендних виплат у майбутньому періоді. Така форма використання дивідендів вимагає згоди акціонерів.

Для оцінки ефективності дивідендної політики акціонерного товариства використовують такі показники:

а) **коефіцієнт дивідендних виплат** розраховується за формулами:

$$K_{\text{дв}} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}}; K_{\text{дв}} = \frac{D_A}{\text{ЧП}_A}, \quad (9.26)$$

де $K_{\text{дв}}$ – коефіцієнт дивідендних виплат;
 ФДВ – фонд дивідендних виплат, сформований відповідно до обраного типу дивідендної політики;
 ЧП – сума чистого прибутку акціонерного товариства;
 D_A – сума дивідендів, що виплачується на одну акцію;
 ЧП_A – сума чистого прибутку на одну акцію;
б) **коефіцієнт співвідношення ціни й доходу за акцією** визначається за формулою:

$$K_{\text{ц/д}} = \frac{PЦ_A}{D_A}, \quad (9.27)$$

де $K_{\text{ц/д}}$ – коефіцієнт співвідношення ціни й доходу по акції;
 $PЦ_A$ – ринкова ціна однієї акції;
 D_A – сума дивідендів, що сплачується на одну акцію.

При оцінці ефективності дивідендної політики можуть бути використані також показники динаміки ринкової вартості акцій.

9.4. Управління емісією акцій

Залучення власного капіталу із зовнішніх джерел шляхом додаткової емісії акцій є складним і дорогим процесом. Саме тому таке джерело формування власних фінансових ресурсів варто використовувати лише у вкрай обмежених випадках.

Основна мета управління емісією акцій – залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів у мінімально можливий термін.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Процес управління емісією акцій будується по основних етапах, представлених на рис. 9.15.

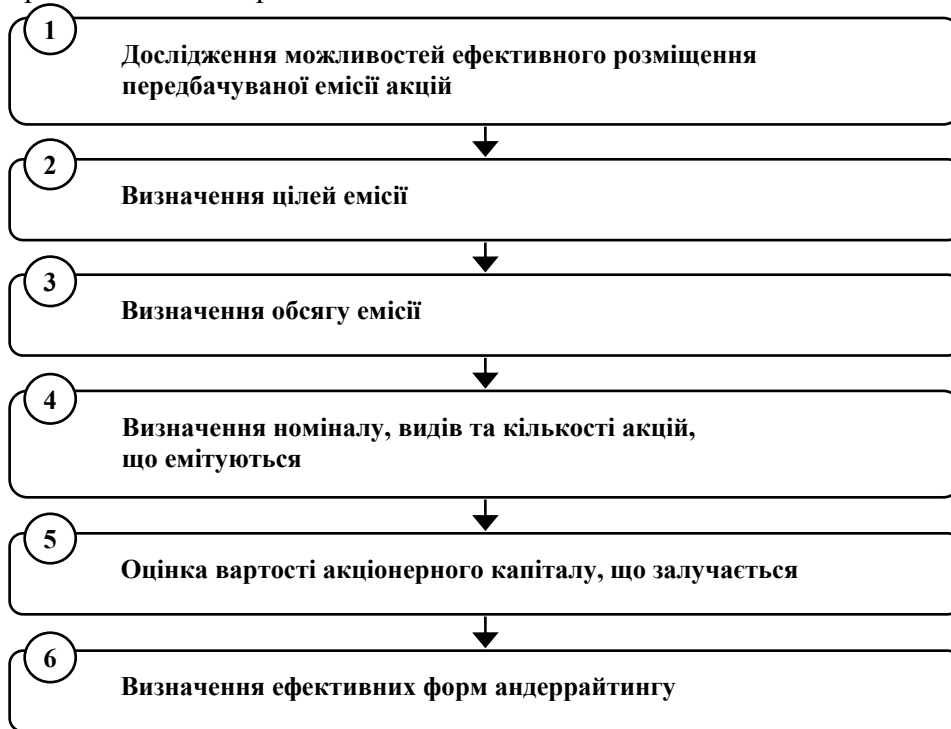


Рис. 9.15. Основні етапи формування емісійної політики підприємства при збільшенні акціонерного капіталу

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення передбачуваної емісії акцій. Рішення про передбачувану первинну (при перетворенні підприємства в акціонерне товариство) або додаткову (якщо підприємство уже створене у формі акціонерного товариства і має потребу у додатковому припливі власного капіталу) емісію акцій можна прийняти лише на основі усебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку й оцінки потенційної інвестиційної привабливості своїх акцій.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку (біржового і позабіржового) включає характеристику стану попиту та пропозиції акцій, динаміку рівня цін їхнього котирування, обсягів продажу акцій нових емісій та низки інших показників. Результатом проведення такого аналізу є визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії й оцінка його потенціалу поглинання обсягів акцій, що імітуються.

Оцінка потенційної інвестиційної привабливості своїх акцій проводиться з позиції врахування перспективності розвитку галузі (порівняно з іншими галузями), конкурентоспроможності виробленої продукції, а також рівня показників свого фінансового стану (порівняно із середньогалузевими показниками). У процесі оцінки визначається можливий ступінь інвестиційної переваги акцій своєї компанії порівняно з акціями інших компаній, які перебувають в обігу.

2. Визначення цілей емісії. У зв'язку з високою вартістю залучення власного капіталу із зовнішніх джерел цілі емісії мають бути досить вагомими з позицій стратегічного розвитку підприємства та можливостей істотного підвищення його ринкової вартості у майбутньому періоді. Основними з таких цілей, якими підприємство керується, звертаючись до цього джерела формування власного капіталу, є:

- а) реальне інвестування, пов'язане з галузевою (підгалузевою) і регіональною диверсифікацією виробничої діяльності (створення мережі нових філій, дочірніх фірм, нових виробництв із більшим обсягом випуску продукції тощо);
- б) необхідність істотного поліпшення структури використовуваного капіталу (підвищення частки власного капіталу з метою зростання рівня фінансової стійкості; забезпечення більш високого рівня власної кредитоспроможності і зниження за рахунок цього вартості залучення позикового капіталу; підвищення суми ефекту фінансового левериджу тощо);
- в) передбачуване поглинання інших підприємств з метою отримання ефекту синергизму (участь у приватизації сторонніх державних підприємств також може розглядатися як варіант їх поглинання, якщо при цьому забезпечується придбання контрольного пакету акцій або переважна частка у статутному капіталі);
- г) інші цілі, котрі вимагають швидкої акумуляції значного обсягу власного капіталу.

3. Визначення обсягу емісії. При визначенні обсягу емісії необхідно виходити з раніше розрахованої потреби у залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

4. Визначення номіналу, видів та кількості акцій, що емітуються. Номінал акцій визначається з урахуванням основних категорій їхніх майбутніх покупців (найбільші номінали акцій орієнтовані на їх придбання інституціональними інвесторами, а найменші – на придбання

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

населенням). У процесі визначення видів акцій (прості і привілейовані) визначається доцільність випуску привілейованих акцій; якщо такий випуск визнаний доцільним, то встановлюється співвідношення простих і привілейованих акцій (при цьому варто мати на увазі, що відповідно до чинного законодавства частка привілейованих акцій не може перевищувати 10% загального обсягу емісії). Кількість емітованих акцій визначається, виходячи з обсягу емісії й номіналу однієї акції (у процесі однієї емісії може бути встановлений лише один варіант номіналу акцій).

5. Оцінка вартості акціонерного капіталу, що залучається.

Відповідно до принципів такої оцінки вона здійснюється за двома параметрами:

- а) передбачуваним рівнем дивідендів (він визначається, виходячи з обраного типу дивідендної політики);
- б) витратами по випуску акцій і розміщенню емісії (приведених до середньорічного розміру).

Розрахункова вартість капіталу, що залучається, зіставляється з фактичною середньозваженою вартістю капіталу і середнім рівнем ставки відсотка на ринку капіталу. Лише після цього приймається остаточне рішення про здійснення емісії акцій.

6. Визначення ефективних форм андеррайтингу. Якщо не передбачений продаж акцій безпосередньо інвестором по підписці, то для того, аби швидко й ефективно провести відкрите розміщення обсягу акцій, які імітуються, необхідно визначити склад андеррайтерів, погодити з ними ступінь їхньої участі у розміщенні емісії, ціни початкового котирування акцій і розмір комісійної винагороди (спреда), забезпечити регулювання обсягів продажу акцій відповідно до потреб у потоці надходження фінансових засобів, що забезпечують підтримку ліквідності уже розміщених акцій на початковому етапі їх обігу.

З урахуванням обсягу власного капіталу, що зріс, підприємство має можливість, використовуючи незмінний коефіцієнт фінансового левериджу, відповідно збільшити обсяг залучення позикових засобів, а, отже, й підвищити суму прибутку на вкладений власний капітал.

10.1. Склад позикового капіталу підприємства та механізм його залучення

Ефективна фінансова діяльність підприємства неможлива без постійного залучення позикових ресурсів. Використання позикового капіталу дозволяє істотно розширити обсяг господарської діяльності підприємства, забезпечити більш ефективне використання власного капіталу, прискорити формування різних цільових фінансових фондів, а в остаточному підсумку – підвищити ринкову вартість підприємства.

Хоча основу будь-якого бізнесу становить власний капітал, на підприємствах ряду галузей економіки обсяг використовуваних позикових коштів значно перевищує обсяг власного капіталу. У зв'язку з цим управління залученням та ефективним використанням позикових коштів є однією з найважливіших функцій управління фінансами, яка спрямована на забезпечення досягнення високих кінцевих результатів господарської діяльності підприємства.

Позиковий капітал, що використовується підприємством, характеризує у сукупності обсяг його фінансових зобов'язань (загальну суму боргу). Ці фінансові зобов'язання у сучасній господарській практиці диференціюються у спосіб, наведений на рис. 10.1.

У процесі розвитку підприємства, у міру погашення його фінансових зобов'язань, виникає потреба у залученні нових позикових ресурсів. Джерела й форми залучення позикових коштів підприємством досить різноманітні. Класифікація позикових коштів, що залучаються підприємством, за основними ознаками наведена на рис. 10.2.

З урахуванням класифікації позикових коштів диференціюються методи управління їхнім залученням. **Управління залученням позикових коштів є цілеспрямованим процесом їх формування з різних джерел і в різних формах відповідно до потреб підприємства у позиковому капіталі на різних етапах його розвитку.**



Рис. 10.1. Основні форми фінансових зобов'язань підприємства у складі позикового капіталу

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

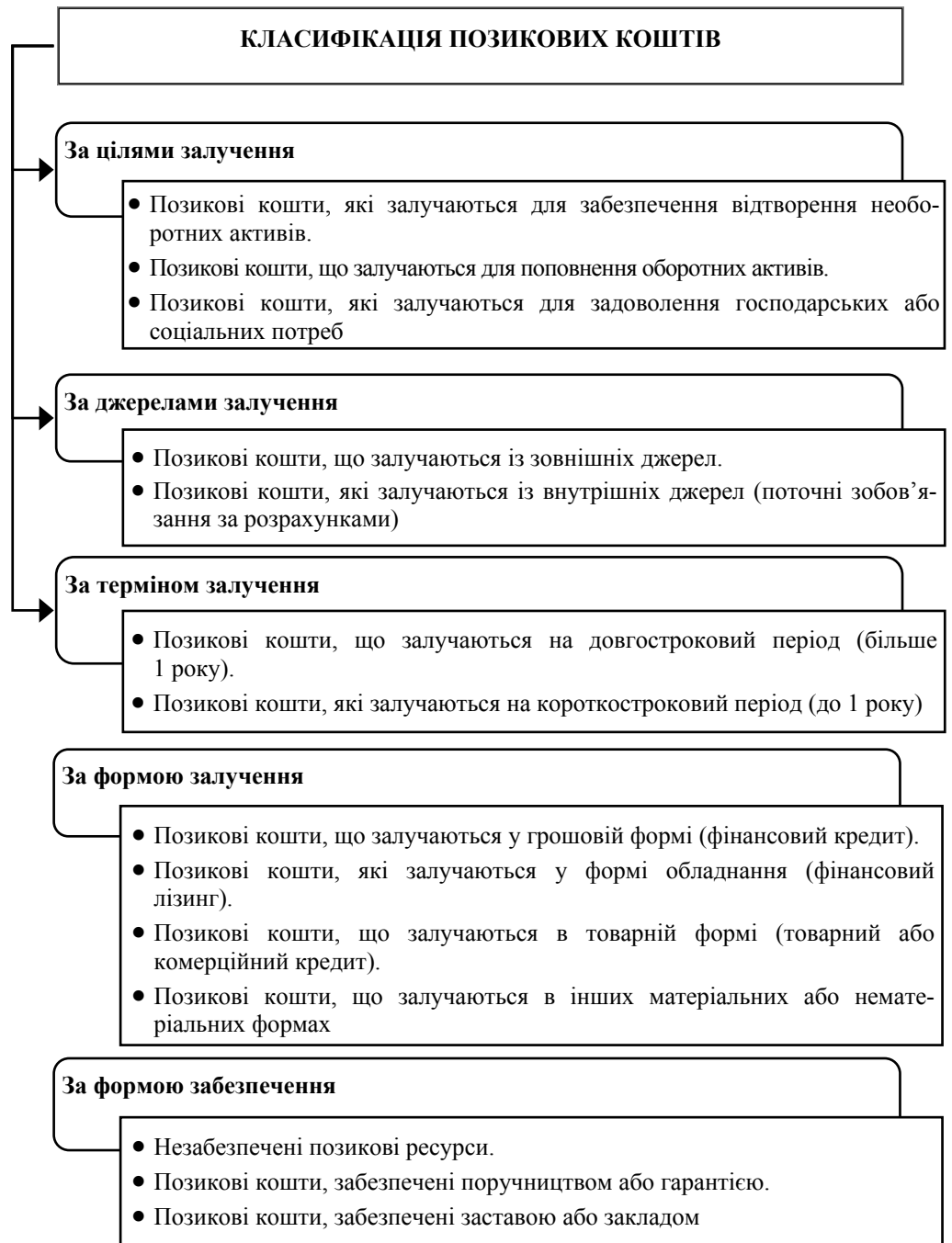


Рис. 10.2. Класифікація позикових коштів підприємства за основними ознаками

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Процес управління залученням позикових коштів підприємством здійснюється у послідовності, наведеній на рис. 10.3.

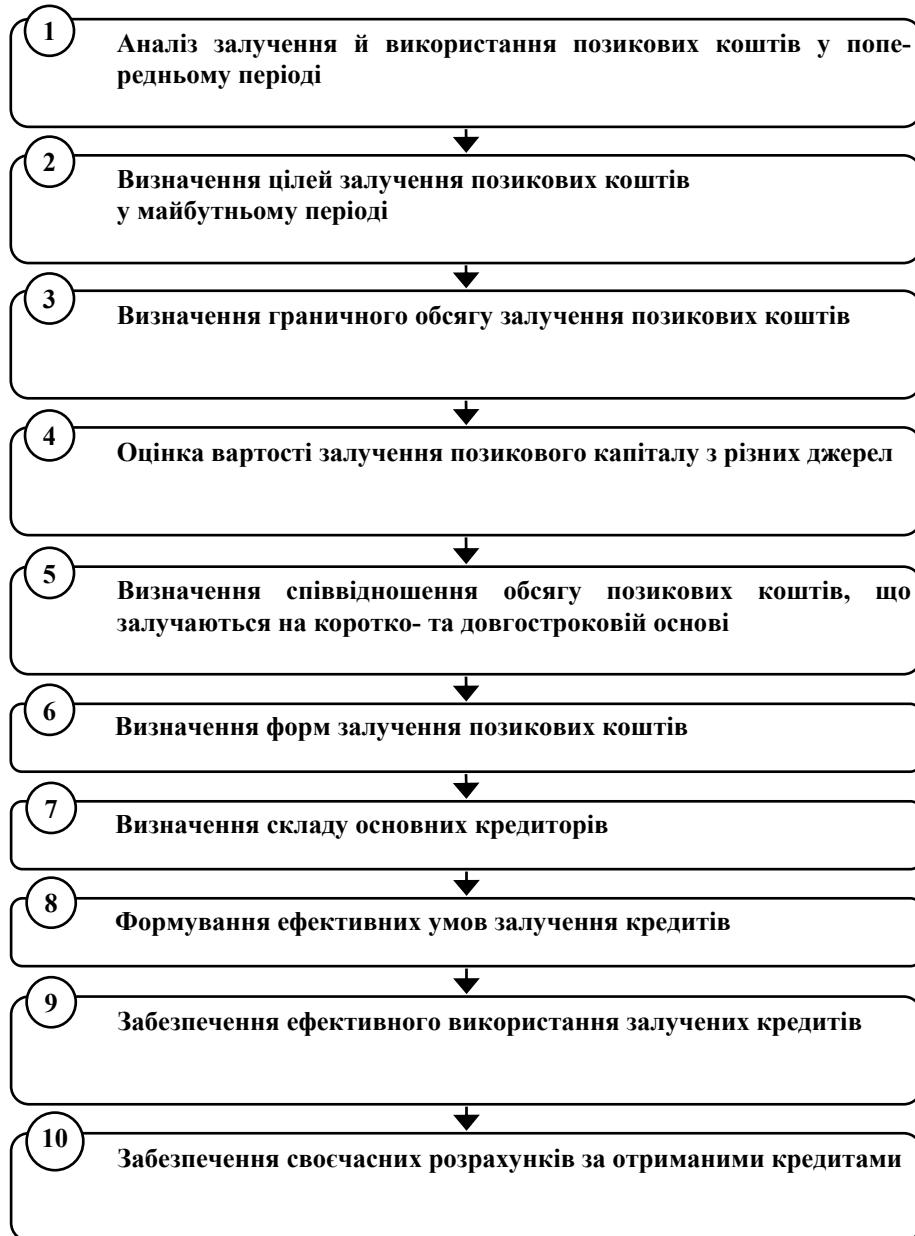


Рис. 10.3. Основні етапи управління залученням позикових коштів

1. Аналіз залучення й використання позикових коштів у попередньому періоді. Метою такого аналізу є виявлення обсягу, складу й форм залучення позикових коштів підприємством, а також оцінка ефективності їхнього використання.

- *На першій стадії аналізу* вивчається динаміка загального обсягу залучення позикових коштів у досліджуваному періоді; темпи цієї динаміки зіставляються з темпами приросту суми власних фінансових ресурсів, обсягів операційної та інвестиційної діяльності, загальної суми активів підприємства.

- *На другій стадії аналізу* визначаються основні форми залучення позикових коштів, аналізується у динаміці питома вага сформованих фінансового і товарного кредиту, поточних зобов'язань за розрахунками у загальній сумі позикових ресурсів, які використовуються підприємством.

- *На третій стадії аналізу* визначається співвідношення обсягів використовуваних підприємством позикових коштів за періодом їхнього залучення. Для цього проводиться відповідне групування використовуваного позикового капіталу за цією ознакою, вивчається динаміка співвідношення коротко- і довгострокових позикових коштів підприємства та їхня відповідність обсягу використовуваних оборотних і необоротних активів.

- *На четвертій стадії аналізу* вивчається склад конкретних кредиторів підприємства й умови надання ними різних форм фінансових і товарного (комерційного) кредитів. Ці умови аналізуються з позицій їх відповідності кон'юктурі фінансового й товарного ринків.

- *На п'ятій стадії аналізу* вивчається ефективність використання позикових коштів у цілому та за окремими їхніми формами на підприємстві. Для цього використовуються показники оборотності й рентабельності позикового капіталу, розглянуті раніше. Перша група цих показників зіставляється у процесі аналізу із середнім періодом обороту власного капіталу.

Результати проведеного аналізу є основою оцінки доцільності використання позикових коштів на підприємстві у сформованих обсягах і формах.

2. Визначення цілей залучення позикових коштів у майбутньому періоді. Ці засоби залучаються підприємством на строго цільовій основі, що є однією з умов наступного ефективного їхнього використання. Основними цілями залучення позикових коштів підприємствами є:

- а) *поповнення необхідного обсягу постійної частини оборотних активів.* У цей час більшість підприємств, що здійснюють виробничу діяльність, не мають можливості фінансувати

повністю цю частину оборотних активів за рахунок власного капіталу. Значна частина такого фінансування здійснюється за рахунок позикових ресурсів;

- б) *забезпечення формування змінної частини оборотних активів.* Яку б модель фінансування активів не використовувало підприємство, у всіх випадках змінна частина оборотних активів частково або повністю фінансується за рахунок позикових ресурсів;
- в) *формування відсутнього обсягу інвестиційних ресурсів.* Метою залучення позикових коштів у цьому випадку виступає необхідність прискорення реалізації окремих реальних проектів підприємства (нове будівництво, реконструкція, модернізація); відновлення основних засобів (фінансовий лізинг) тощо;
- г) *забезпечення соціально-побутових потреб своїх працівників.* У цих випадках позикові ресурси залучаються для видачі позичок своїм працівникам на індивідуальне житлове будівництво, облаштування садових і городніх ділянок та на інші аналогічні цілі;
- д) *інші тимчасові потреби.* Принцип цільового залучення позикових коштів забезпечується й у цьому випадку, хоча таке їхнє залучення здійснюється зазвичай на короткі строки й у невеликих обсягах.

3. Визначення граничного обсягу залучення позикових коштів.

Максимальний обсяг цього залучення диктується двома основними умовами:

- а) *граничним ефектом фінансового левериджу.* Оскільки обсяг власних фінансових ресурсів формується на попередньому етапі, загальна сума використовуваного власного капіталу може бути визначена заздалегідь. Стосовно неї розраховується коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування), при якому його ефект буде максимальним. З урахуванням суми власного капіталу у майбутньому періоді і розрахованого коефіцієнта фінансового левериджу обчислюється граничний обсяг позикових ресурсів, що забезпечує ефективне використання власного капіталу;
- б) *забезпеченням достатньої фінансової стійкості підприємства.* Вона має оцінюватися не тільки з позицій самого підприємства, але й з позицій можливих його кредиторів, що забезпечить згодом зниження вартості залучення позикових ресурсів.

З урахуванням цих вимог підприємство встановлює ліміт використання позикових коштів у своїй господарській діяльності.

4. Оцінка вартості залучення позикового капіталу з різних джерел. Така оцінка проводиться у розрізі різних форм позикового капіталу, що залучається підприємством із зовнішніх та внутрішніх джерел. Її результати є основою розробки управлінських рішень щодо вибору альтернативних джерел залучення позикових ресурсів, що забезпечують задоволення потреб підприємства у позиковому капіталі.

5. Визначення співвідношення обсягу позикових ресурсів, що залучаються на коротко- і довгостроковій основі. Розрахунок потреби в обсягах коротко- і довгострокових позикових коштів ґрунтується на цілях їхнього використання у майбутньому періоді. *На довгостроковий період* (понад 1 рік) позикові ресурси залучаються, як правило, для розширення обсягу власних основних засобів і формування відсутнього обсягу інвестиційних ресурсів (хоча при консервативному підході до фінансування активів позикові ресурси на довгостроковій основі залучаються й для забезпечення формування оборотного капіталу). *На короткостроковий період* позикові ресурси залучаються для усіх інших цілей їхнього використання.

Розрахунок необхідного обсягу позикових коштів у межах кожного періоду здійснюється у розрізі окремих цільових напрямів їхнього майбутнього використання. Метою цих розрахунків є встановлення строків використання позикових коштів, що залучаються для оптимізації співвідношення довго- і короткострокових їхніх видів. У процесі цих розрахунків визначаються повний і середній строк використання позикових ресурсів.

Повний термін використання позикових ресурсів характеризується як період часу з початку їх надходження до остаточного погашення усієї суми боргу. Він містить у собі три часових періоди:

- а) термін корисного використання – це період часу, протягом якого підприємство безпосередньо використовує надані позикові ресурси у своїй господарській діяльності;
- б) пільговий (граціонний) період – це період часу з моменту закінчення корисного використання позикових коштів до початку погашення боргу. Він слугує резервом часу для акумуляції необхідних фінансових засобів;
- в) термін погашення – це період часу, протягом якого відбувається повна виплата основного боргу і відсотків за використання позикових засобів. Цей показник використовується у

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

тих випадках, коли виплата основного боргу і відсотків здійснюється не одночасно після закінчення строку використання позикових ресурсів, а частинами протягом певного періоду часу за графіком.

Розрахунок повного терміну використання позикових коштів здійснюється у розрізі перерахованих елементів, виходячи з цілей їхнього використання і сформованої на фінансовому ринку практики встановлення пільгового періоду та строку погашення.

Середній термін використання позикових коштів характеризується як середній розрахунковий період, протягом якого вони перебувають у використанні на підприємстві.

Він визначається за формулою:

$$СТ_{\Pi} = \frac{ТК_{\Pi}}{2} + ПП + \frac{ТП}{2}, \quad (10.1)$$

де $СТ_{\Pi}$ – середній термін використання позикових ресурсів;
 $ТК_{\Pi}$ – термін корисного використання позикових ресурсів;
ПП – пільговий (граційний) період;
ТП – термін погашення.

Середній термін використання позикових коштів визначається за кожним цільовим напрямом залучення цих коштів; за обсягами їх залучення на коротко- і довгостроковій основі; у цілому за сумою позикових коштів, що залучаються.

Співвідношення позикових ресурсів, які залучаються на коротко- і довгостроковій основі, може бути оптимізовано також з урахуванням вартості їхнього залучення.

6. Визначення форм залучення позикових ресурсів. Ці форми диференціюються у розрізі фінансового кредиту; товарного (комерційного) кредиту; інших форм. Вибір форм залучення позикових коштів підприємство здійснює, виходячи із цілей та специфіки своєї господарської діяльності.

7. Визначення складу основних кредиторів. Цей склад визначається формами залучення позикових ресурсів. Основними кредиторами підприємства є, як правило, його постійні постачальники, з якими встановлені тривалі комерційні зв'язки, а також комерційний банк, що здійснює його розрахунково-касове обслуговування.

8. Формування ефективних умов залучення кредитів. До числа найважливіших із цих умов відносяться:

- а) термін надання кредиту;
- б) відсоткова ставка за кредит;
- в) умови виплати суми відсотка;
- г) умови виплати основної суми боргу;
- д) інші умови, пов'язані з отриманням кредиту.

Термін надання кредиту є однією з основних умов його залучення. Оптимальним вважається строк надання кредиту, протягом якого повністю реалізується мета його залучення (наприклад, іпотечний кредит – на строк реалізації інвестиційного проекту; товарний кредит – на період повної реалізації закуплених товарів тощо).

Відсоткова ставка за кредит характеризується трьома основними параметрами: формою, видом та розміром.

- *За формами* розрізняють процентну ставку (для нарощення суми боргу) і дисконтну ставку (для дисконтування суми боргу). Якщо розмір цих ставок однаковий, то перевага має надаватися процентній ставці, оскільки у цьому випадку витрати по обслуговуванню боргу будуть меншими.

- *За видами* розрізняють фіксовану ставку процента (встановлюється на увесь строк кредиту) і плаваючу ставку процента (з періодичним переглядом її розміру залежно від зміни дисконтної ставки центрального банку, темпів інфляції і кон'юнктури фінансового ринку). Час, протягом якого ставка відсотка залишається незмінною, називається процентним періодом. В умовах інфляції для підприємства більш прийнятною є фіксована ставка або плаваюча ставка з високим процентним періодом.

- *Розмір відсоткової ставки за кредит* є основною умовою при оцінці його вартості. При оцінці товарного кредиту вона приймається у розмірі цінової знижки продавця за здійснення негайного розрахунку за поставлені товари, яка виражається у розрахунку на рік.

Умови виплати суми відсотка характеризуються порядком виплати його суми. Цей порядок зводиться до трьох принципових варіантів: виплати усієї суми відсотка у момент надання кредиту; виплати суми відсотка рівномірними частинами; виплати усієї суми відсотка у момент сплати основної суми боргу (при погашенні кредиту). За інших рівних умов більш прийнятним є третій варіант.

Умови виплати основної суми боргу характеризуються визначеними періодами його повернення. Ці умови зводяться до трьох

принципових варіантів: часткового повернення основної суми боргу протягом загального періоду функціонування кредиту; повного повернення усієї суми боргу після закінчення строку використання кредиту; повернення основної або частини суми боргу з наданням пільгового періоду після закінчення строку корисного використання кредиту. За інших рівних умов третій варіант є для підприємства більш прийнятним.

Інші умови, пов'язані з отриманням кредиту, можуть передбачати необхідність його страхування, виплату додаткової комісійної винагороди банку, різний рівень розміру кредиту стосовно суми закладу або застави тощо.

9. Забезпечення ефективного використання кредитів. Критерієм такої ефективності виступають показники оборотності й рентабельності позикового капіталу.

10. Забезпечення своєчасних розрахунків за отриманими кредитами. З метою цього забезпечення по найбільш великих кредитах може заздалегідь резервуватися спеціальний фонд погашення. Платежі по обслуговуванню кредитів включаються до платіжного календаря і контролюються у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

На підприємствах, що залучають великий обсяг позикових коштів у формі фінансового й товарного (комерційного) кредиту, загальне управління залученням позикових коштів може бути потім деталізоване у розрізі зазначених форм кредиту.

10.2. Управління залученням банківського кредиту

У складі фінансового кредиту, що залучається підприємствами для розширення господарської діяльності, пріоритетна роль належить банківському кредиту. Цей кредит має широку цільову спрямованість і залучається у найрізноманітніших видах. Останніми роками у кредитуванні підприємств беруть участь не тільки вітчизняні, але й закордонні банки (особливо у кредитуванні спільних підприємств з участю іноземного капіталу).

Під банківським кредитом розуміються кошти, що надаються банком у борг клієнтові для цільового використання на встановлений строк під певний відсоток.

На сучасному етапі банківський кредит надається підприємствам у наступних основних видах (рис. 10.4).

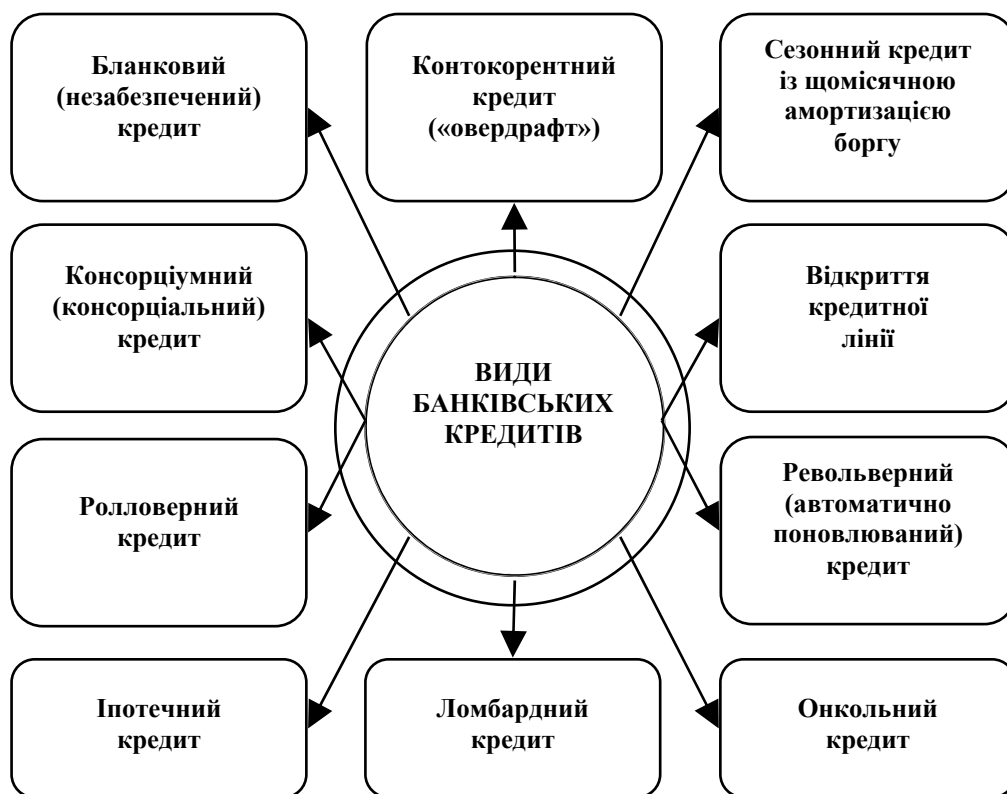


Рис. 10.4. Основні види банківських кредитів, що надаються підприємству

1. Бланковий (незабезпечений) кредит під здійснення окремих господарських операцій. Як правило, він надається комерційним банком, що здійснює розрахунково-касове обслуговування підприємства. Хоча формально він має незабезпечений характер, але фактично забезпечується розміром дебіторської заборгованості підприємства і його коштами на розрахунковому та іншому рахунках у цьому ж банку. Окрім того, цей вид кредиту є, як правило, «таким, що самоліквідується», оскільки здійснена при його посередництві господарська операція генерує при її завершенні грошовий потік, що є достатнім для його повного погашення. Цей вид кредиту надається, як правило, тільки на короткостроковий період.

2. Контокорентний кредит («овердрафт»). Цей вид кредиту надається банком під забезпечення, але ця вимога не є обов'язковою. При наданні цього кредиту банк відкриває підприємству контокорентний рахунок, на якому обліковуються як кредитні, так і розрахункові його операції. Контокорентний рахунок використовується як джерело кредиту в обсязі, що не перевищує встановлене у кредитному договорі максимальне негативне сальдо (контокорентний ліміт).

По негативному залишку контокорентного рахунку підприємство сплачує банку встановлений кредитний відсоток; при цьому договором може бути визначено, що по позитивному залишку цього рахунку банк нараховує підприємству депозитний відсоток. Сальдування надходжень і виплат по контокорентному рахунку підприємства відбувається через установлені договором проміжки часу з розрахунками кредитних платежів.

3. Сезонний кредит із щомісячною амортизацією боргу. Цей вид кредиту надається зазвичай на формування змінної частини оборотних активів на період їхнього зростання у зв'язку із сезонними потребами підприємства. Його особливість полягає у тому, що поряд із щомісячним обслуговуванням цього кредиту (щомісячною виплатою відсотка за ним) кредитним договором передбачається й щомісячна амортизація (погашення) основної суми боргу. Графік такої амортизації боргу за розмірами ув'язаний з обсягом зниження сезонної потреби підприємства у коштах. Перевага такого виду кредиту полягає в ефективному використанні отриманих фінансових ресурсів у розмірах, обумовлених реальними потребами підприємства.

4. Відкриття кредитної лінії. Оскільки потреба у короткостроковому банківському кредиті не завжди може бути передбачена із прив'язуванням до конкретних строків його використання, договір про нього підприємство може оформити з банком попередньо у формі відкриття кредитної лінії. У цьому договорі обумовлюються строки, умови й гранична сума надання банківського кредиту, коли у ньому виникає реальна потреба. Як правило, банк установлює розмір комісійної винагороди (комісійний відсоток) за свої фінансові зобов'язання по наданню кредиту в обсязі не використовуваного ліміту кредитної лінії. Для підприємства перевага такого виду кредиту полягає у тому, що воно використає позикові ресурси у строгій відповідності зі своїми реальними потребами в них. Як правило, кредитна лінія відкривається на строк до одного року. Особливістю цього виду банківського кредиту є те, що він не має характеру безумовного контрактного зобов'язання і може бути анульований банком у випадку погіршення фінансового стану підприємства-клієнта.

5. Револьверний (автоматично поновлюваний) кредит. Він характеризує один з видів банківського кредиту, що надається на певний період, протягом якого дозволяється як поетапна «вибірка» кредитних ресурсів, так і поетапне часткове або повне погашення зобов'язань по ньому (амортизація суми основного боргу). Внесені у рахунок погашення зобов'язань кошти можуть знову запозичитися підприємством протягом періоду дії кредитного договору (у межах встановленого кредитного ліміту). Виплата залишку непогашеної суми основного боргу та відсотків за нею здійснюється після закінчення терміну дії кредитного договору. Перевагою даного виду кредиту порівняно з відкриттям кредитної лінії є мінімальні обмеження, що накладаються банком, хоча рівень відсоткової ставки за ним зазвичай є вищим.

6. Онкольний кредит. Особливістю цього виду кредиту є те, що він надається позичальникові без визначення терміну його використання (у рамках короткострокового кредитування) із зобов'язанням останнього погасити його на першу вимогу кредитора. При погашенні цього кредиту зазвичай надається пільговий період (за діючою практикою – до трьох днів).

7. Ломбардний кредит. Такий кредит може бути отриманий підприємством під заклад високоліквідних активів (векселів, державних короткострокових облігацій тощо), які на період кредитування передаються банку. Розмір кредиту у цьому випадку відповідає певній (але не всій) частині вартості переданих у заклад активів. Як правило, цей вид кредиту має короткостроковий характер.

8. Іпотечний кредит. Такий кредит може бути отриманий від банків, які спеціалізуються на видачі довгострокових позик під заставу основних засобів або майнового комплексу підприємств у цілому («іпотечних банків»). Підприємство, що передає у заставу своє майно, зобов'язане застрахувати його у повному обсязі на користь банку. При цьому заставлене у банку майно продовжує використовуватися підприємством. В умовах різкого скорочення видачі підприємствам незабезпечених банківських позик іпотечний кредит стає основною формою довгострокового банківського кредитування.

9. Ролловерний кредит. Він характеризується як один з видів довгострокового кредиту з відсотковою ставкою, що періодично переглядається (тобто з перманентним «перекредитуванням» у зв'язку зі зміною кон'юнктури фінансового ринку). У європейській практиці при наданні ролловерних кредитів перегляд відсоткової ставки здійснюється один раз у квартал або півріччя (в умовах високої інфляції та частой зміни дисконтної ставки центрального банку періодичність перегляду відсоткових ставок за кредит може здійснюватися з більшою частотою).

10. Консорціумний (консорціальний) кредит. Кредитна політика банку, система встановлених нормативів кредитування або високий рівень ризику іноді не дозволяють йому повним чином задовольнити високу потребу підприємства-клієнта у кредиті. У цьому випадку банк, що обслуговує підприємство, може залучити до кредитування свого клієнта інші банки (союз банків для здійснення таких кредитних операцій має назву «консорціум»). Після укладання з підприємством-клієнтом кредитного договору банк акумулює кошти інших банків та передає їх позичальникові, відповідно розподіляючи суму відсотків при обслуговуванні боргу. За організацію консорціумного кредиту ведучий (той, що обслуговує клієнта) банк отримує певну комісійну винагороду.

Різноманіття видів і умов залучення банківського кредиту визначають необхідність ефективного управління цим процесом на підприємствах з високим обсягом потреби у цьому виді позикових фінансових засобів. У такому випадку цілі й методи залучення позикового капіталу конкретизуються з урахуванням особливостей банківського кредитування, виділяючись при необхідності у самостійний вид фінансового управління. Таке управління здійснюється в основні етапи, представлені на рис. 10.5.

1. Визначення цілей використання банківського кредиту, що залучається. Оскільки різні види банківського кредиту повним чином можуть задовольнити увесь спектр потреб підприємства у позикових засобах (у цьому проявляється універсальність банківського кредиту), цілі його використання впливають із загальних цілей залучення позикового капіталу, які були розглянуті раніше.

2. Оцінка власної кредитоспроможності. Політика залучення банківського кредиту, що розробляється підприємством за основними параметрами, має кореспондувати з відповідними параметрами кредитної політики банків. У складі параметрів кредитної політики банків одне з основних місць належить оцінці рівня кредитоспроможності позичальників, що визначає диференціацію умов кредитування клієнтів. Для того, щоб підприємство могло визначити базу переговорів з банками про умови кредитування, воно має попередньо оцінити рівень своєї кредитоспроможності.

У сучасній банківській практиці оцінка рівня кредитоспроможності позичальників при диференціації умов їхнього кредитування виходить із двох основних критеріїв:

- 1) рівня фінансового стану підприємства;
- 2) характеру погашення підприємством раніше отриманих кредитів – як відсотків за ними, так і основного боргу.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

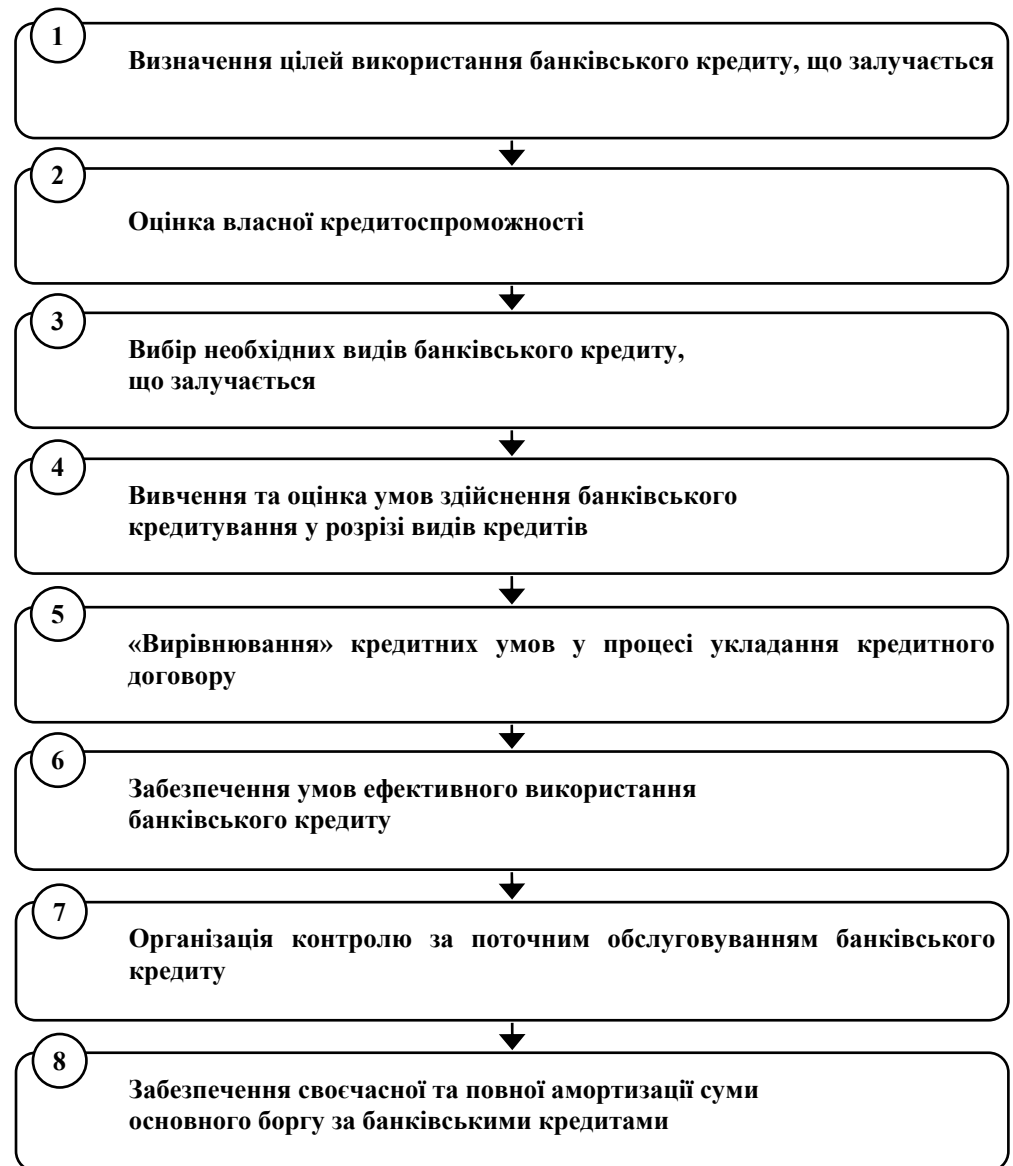


Рис. 10.5. Основні етапи управління залученням банківського кредиту

Рівень фінансового стану підприємства оцінюється системою раніше розглянутих фінансових коефіцієнтів, серед яких основна увага приділяється коефіцієнтам платоспроможності, фінансової стійкості та рентабельності.

З цих позицій підприємство повинне оцінювати рівень своєї кредитоспроможності при необхідності отримання кредиту у вітчизняних банках.

Закордонні банки оцінюють кредитоспроможність позичальників за більш складною системою характеристик і показників. Системи, що використовуються у цих цілях – «6С» і «COMPARI», – ґрунтуються на оцінках репутації позичальника; обсягу й складу використовуваного ним капіталу; суми і мети залучення кредиту; рівня забезпеченості кредиту; строку використання позикових ресурсів; умов кон'юнктури ринку, на якому позичальник здійснює свою господарську діяльність, та інших характеристиках, що викладаються у складі кредитного меморандуму конкретного банку.

Результати оцінки кредитоспроможності отримують своє відображення у присвоєнні позичальникові відповідного кредитного рейтингу (групи кредитного ризику), відповідно до якого диференціюються умови кредитування. Рівень цього кредитного рейтингу підприємство може попередньо визначити самостійно, керуючись відповідними методами його оцінки комерційними банками.

3. Вибір необхідних видів банківського кредиту, що залучається. Цей вибір визначається в основному такими умовами:

- цілями використання кредиту;
- періодом передбачуваного використання позикових ресурсів;
- визначеністю строків початку й закінчення використання коштів, що залучаються;
- можливостями забезпечення кредиту, який залучається.

Відповідно до встановленого переліку видів кредиту, підприємство проводить вивчення й оцінку комерційних банків, які можуть надати йому ці види кредитів. Оцінка таких банків проводиться лише за привабливістю їхньої кредитної політики; рейтинг банку, розрахований за іншими показниками його діяльності, у цьому випадку не є визначальним і може слугувати лише допоміжним орієнтиром при його оцінці.

4. Вивчення та оцінка умов здійснення банківського кредитування у розрізі видів кредитів. Цей етап формування політики залучення банківських кредитів є найбільш трудомістким і відповідальним через різноманіття умов, які оцінюються, і здійснення численних розрахунків. Склад основних кредитних умов, що підлягають вивченню й оцінці у процесі формування політики залучення підприємством банківського кредиту, представлено на рис. 10.6.



Рис. 10.6. Склад основних кредитних умов, що підлягають вивченню й оцінці у процесі залучення банківського кредиту

Основними умовами, які підвищують вартість банківського кредиту та знижують реальний розмір кредитних засобів, що використовуються підприємством, є:

- застосування у розрахунках кредитного відсотка облікової (дисконтної) ставки;
- авансовий платіж суми відсотка за кредит;
- часткова амортизація суми основного боргу протягом кредитного періоду;
- зберігання певної суми залучених кредитних засобів у формі компенсаційного залишку грошових активів.

Ці несприятливі для підприємства умови банківського кредитування мають бути компенсовані йому шляхом зниження рівня кредитної ставки порівняно із середньоринковим її рівнем (по аналогічних видах кредитів).

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Для цього у процесі оцінки умов здійснення банківського кредитування у розрізі видів кредитів використовується спеціальний показник – «*грант-елемент*», що дозволяє порівнювати вартість залучення фінансового кредиту на умовах окремих комерційних банків із середніми умовами на фінансовому ринку (відповідно на ринку грошей або ринку капіталу залежно від тривалості кредитного періоду). Розрахунок цього показника здійснюється за такою формулою:

$$ГЕ = 100 - \sum_{t=1}^n \frac{B + ОБ}{БК(1 + i)^n} \cdot 100, \quad (10.2)$$

- де ГЕ – показник грант-елемента, що характеризує розмір відхилень вартості конкретного фінансового кредиту на умовах, запропонованих комерційним банком, від середньоринкової вартості аналогічних кредитних інструментів, у відсотках;
- В – сума відсотка, що сплачується підприємством, у конкретному інтервалі (n) кредитного періоду;
- ОБ – сума основного боргу, який амортизується у конкретному інтервалі (n) кредитного періоду;
- БК – загальна сума банківського кредиту, що залучається підприємством;
- i – середня ставка відсотка за кредит, сформована на фінансовому ринку по аналогічних кредитних інструментах, виражена десятковим дробом;
- n – конкретний інтервал кредитного періоду, у якому здійснюється платіж комерційному банку;
- t – загальна тривалість кредитного періоду, яка представлена кількістю інтервалів, що включаються у нього.

Оскільки грант-елемент порівнює відхилення вартості залучення конкретного кредиту від середньоринкової (представлене у відсотках до суми кредиту), його значення можуть характеризуватися як позитивною, так і негативною величинами. За допомогою ранжирування значення грант-елемента можна оцінити рівень ефективності умов залучення підприємством фінансового кредиту по відношенню до пропозицій окремих комерційних банків.

5. «Вирівнювання» кредитних умов у процесі укладання кредитного договору. Термін «вирівнювання» характеризує процес приведення умов конкретного кредитного договору у відповідність із середніми умовами купівлі-продажу кредитних інструментів на фінансовому ринку. «Вирівнювання» кредитних умов здійснюється у процесі переговорів із представниками конкретних комерційних банків при підготовці проекту кредитного договору. Як основний критерій при проведенні процесу «вирівнювання» кредитних умов використовуються показник «грант-елемент» та ефективна ставка відсотка на кредитному ринку.

$$EC = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1, \quad (10.3)$$

де EC – річна ефективна процентна ставка, у відсотках;
 i – номінальна відсоткова ставка, у відсотках;
 m – кількість періодів нарахування процентів на рік.

6. Забезпечення умов ефективного використання банківського кредиту. Оскільки банківський кредит у сучасних умовах є одним з найбільш дорогих видів позикового капіталу, забезпеченню умов ефективного його використання на підприємстві має приділятися першочергова увага. Критерієм такої ефективності виступають такі умови:

- рівень кредитної ставки по короткостроковому банківському кредиту має бути нижчим рівня рентабельності господарських операцій, для здійснення яких він залучається;
- рівень кредитної ставки по довгостроковому банківському кредиту повинен бути нижчим коефіцієнта рентабельності активів, інакше ефект фінансового левериджу буде мати негативне значення.

7. Організація контролю за поточним обслуговуванням банківського кредиту. Поточне обслуговування банківського кредиту полягає у своєчасній сплаті відсотків за ним відповідно до умов укладених кредитних договорів Ці платежі включаються у розроблюваний підприємством платіжний календар і контролюються у процесі моніторингу його поточної фінансової діяльності.

8. Забезпечення своєчасної та повної амортизації суми основного боргу за банківськими кредитами. Способи амортизації суми основного боргу залежать від передбачених кредитним договором умов його погашення. відповідно до вимог цього договору (або з ініціативи позичальника) на підприємствах може заздалегідь створюватися спеціальний фонд погашення кредиту, платежі у який здійснюються за графіком. На кошти цього фонду, які зберігаються у комерційному банку, нараховується депозитний відсоток.

10.3. Управління фінансовим лізингом

Фінансовий лізинг (оренда) є господарською операцією, що передбачає придбання орендодавцем за замовленням орендаря основних засобів з подальшою передачею їх у користування орендаря на строк, який не перевищує період їхньої повної амортизації з обов'язковою наступною передачею права власності на ці основні засоби орендареві. Фінансовий лізинг розглядається як один з видів фінансового кредиту. Основні засоби, передані у фінансовий лізинг, включаються до складу основних засобів орендаря.

Кредитні відносини фінансового лізингу характеризуються багатоаспектністю, що проявляє у досить широкому діапазоні. Ці кредитні аспекти фінансового лізингу полягають у наступному (рис. 10.7).

1. Фінансовий лізинг задовольняє потребу у найбільш дефіцитному виді позикового капіталу – довгостроковому кредиті. На сучасному етапі довгострокове банківське кредитування підприємств зведене до мінімуму. Це є серйозним гальмом у здійсненні підприємствами інвестиційної діяльності, пов'язаної з відновленням і розширенням складу їхніх необоротних активів. Використання у цих цілях фінансового лізингу дозволяє значним чином задовольнити потреби підприємства у залученні довгострокового кредиту.

2. Фінансовий лізинг забезпечує повний обсяг задоволення конкретної цільової потреби підприємства у позикових коштах. Використання фінансового лізингу у конкретних цілях відновлення й розширення складу активної частини операційних необоротних активів дозволяє підприємству повністю виключити інші форми фінансування цього процесу за рахунок як власного, так і позикового капіталу, знижує залежність підприємства від банківського кредитування.



Рис. 10.7. Характеристика кредитних аспектів фінансового лізингу

3. Фінансовий лізинг автоматично формує повне забезпечення кредиту, що знижує вартість його залучення. Формою такого забезпечення кредиту є сам об'єкт лізингу, що у випадку фінансової неспроможності (банкрутства) підприємства може бути реалізований кредитором з метою відшкодування невикраденої частини лізингових платежів і суми неустойки за угодою. Додатковою формою такого забезпечення кредиту є обов'язкове страхування об'єкта лізингоотримувачем

(рентером) на користь лізингодавця (ліссора). Зниження рівня кредитного ризику лізингодавця (відповідно і його премії за ризик) створює передумови для відповідного зниження вартості залучення підприємством цього виду фінансового кредиту (порівняно з банківським кредитом).

4. Фінансовий лізинг забезпечує покриття «податковим щитом» усього обсягу кредиту, що залучається. Лізингові платежі, що забезпечують амортизацію усієї суми основного боргу за кредитом, що залучається, входять до складу витрат підприємства й зменшують відповідним чином суму його оподаткованого прибутку. За банківським кредитом аналогічний «податковий щит» поширюється лише на платежі по обслуговуванню кредиту, а не на суму основного боргу за ним. Окрім того, певна система податкових пільг поширюється і на лізингодавця.

5. Фінансовий лізинг забезпечує більш широкий діапазон форм платежів, що пов'язані з обслуговуванням боргу. На відміну від банківського кредиту, де обслуговування боргу й повернення основної його суми здійснюється у формі грошових платежів, фінансовий лізинг передбачає можливість здійснення таких платежів в інших формах, наприклад, у формі поставок продукції, виготовленої за участю активів, що перебувають у лізингу.

6. Фінансовий лізинг забезпечує більшу гнучкість у термінах платежів, пов'язаних з обслуговуванням боргу. На відміну від традиційної практики обслуговування й погашення банківського кредиту, фінансовий лізинг надає підприємству можливість здійснення лізингових платежів у значно більш широкому діапазоні схем з урахуванням характеру використання лізингованого активу, строку його використання тощо. Завдяки цьому фінансовий лізинг є для підприємства більш кращим кредитним інструментом.

7. Фінансовий лізинг характеризується більш спрощеною процедурою оформлення кредиту порівняно з банківською. Як свідчить сучасний вітчизняний і закордонний досвід, при лізинговій угоді обсяг витрат часу й перелік необхідної для подання фінансової документації є значно нижчим, аніж при оформленні договору з банком про надання довгострокового фінансового кредиту. Значною мірою цьому сприяє строго цільове використання отриманого кредиту і надійне його забезпечення при фінансовому лізингу.

8. Фінансовий лізинг забезпечує зниження вартості кредиту за рахунок ліквідаційної вартості лізингованого активу. Оскільки при фінансовому лізингу після завершення лізингового періоду відповідний актив передається у власність лізингоотримувача, то після повної його

амортизації він має можливість реалізувати його за ліквідаційною вартістю. На суму цієї ліквідаційної вартості (приведену до поточної вартості шляхом дисконтування) умовно знижується сума кредиту за лізинговою угодою.

9. Фінансовий лізинг не вимагає формування на підприємстві фонду погашення основного боргу у зв'язку з його поступовою амортизацією. Оскільки при фінансовому лізингу обслуговування основного боргу та його амортизація здійснюється одночасно (тобто включені до складу лізингових платежів у комплексі), із закінченням лізингового періоду вартість основного боргу за лізингованими активами зводиться до нуля. Це позбавляє підприємство необхідності відволікання власних фінансових ресурсів на формування фонду погашення.

Перераховані кредитні аспекти фінансового лізингу визначають його як досить привабливий кредитний інструмент у процесі залучення підприємством позикового капіталу для забезпечення свого економічного розвитку.

Управління фінансовим лізингом на підприємстві пов'язане з використанням різних його видів. Класифікація видів фінансового лізингу за основними класифікаційними ознаками наведена на рис. 10.8.

1. За складом учасників лізингової операції розділяють прямий та непрямий види фінансового лізингу.

- *Прямий лізинг* характеризує лізингову операцію, що здійснюється між лізингодавцем і лізингоотримувачем без посередників. Однією з форм прямого лізингу є здача активу у лізинг безпосереднім його виробником, що значно знижує витрати на здійснення лізингової операції і спрощує процедуру укладання лізингової угоди. Другою з форм прямого лізингу є так званий поворотний лізинг, при якому підприємство продає відповідний свій актив майбутньому лізингодавцю, а потім саме ж орендує цей актив. При обох формах прямого лізингу участь третіх осіб у лізинговій операції не передбачається.

- *Непрямий лізинг* характеризує лізингову операцію, при якій передача орендованого майна лізингоотримувачу здійснюється через посередників (як правило, лізингову компанію). У вигляді непрямого лізингу здійснюється у цей час переважна частина операцій фінансового лізингу.

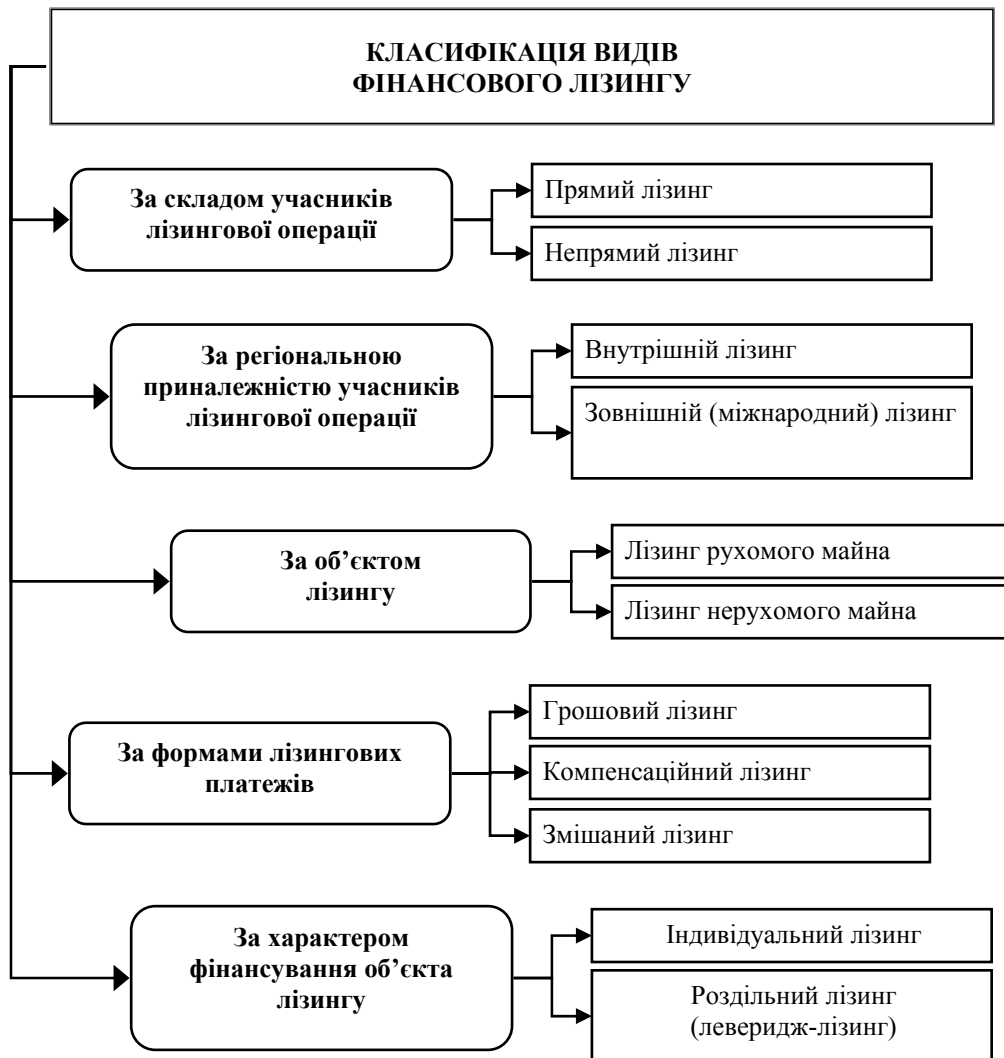


Рис. 10.8. Класифікація видів фінансового лізингу за основними ознаками

2. За регіональною приналежністю учасників лізингової операції виділяють внутрішній і зовнішній (міжнародний) лізинг.

- *Внутрішній лізинг* характеризує лізингову операцію, всі учасники якої є резидентами даної країни.
- *Зовнішній (міжнародний) лізинг* пов'язаний з лізинговими операціями, здійснюваними учасниками з різних країн. На сучасному етапі

зовнішній фінансовий лізинг використовується, як правило, при здійсненні лізингових операцій спільними підприємствами за участю іноземного капіталу.

3. За об'єктом лізингу виділяють лізинг рухомого та нерухомого майна.

- *Лізинг рухомого майна* є основною формою лізингових операцій, законодавчо регульованих у нашій країні. Як правило, об'єктом такого виду фінансового лізингу є машини й устаткування, що входять до складу операційних основних засобів.

- *Лізинг нерухомого майна* полягає у покупці або будівництві з доручення лізингоотримувача окремих об'єктів нерухомості виробничого, соціального або іншого призначення з їх передачею йому на умовах фінансового лізингу. Цей вид лізингу поки що не отримав поширення у нашій країні.

4. За формами лізингових платежів розрізняють грошовий, компенсаційний і змішаний види лізингу.

- *Грошовий лізинг* характеризує платежі за лізинговою угодою винятково у грошовій формі. Цей вид лізингу є найпоширенішим у системі здійснення підприємством фінансового лізингу.

- *Компенсаційний лізинг* передбачає можливість здійснення лізингових платежів підприємством у формі поставок продукції (товарів, послуг), виробленої при використанні лізингованих активів.

- *Змішаний лізинг* характеризується сполученням платежів за лізинговою угодою як у грошовій, так і в товарній формі (формі зустрічних послуг).

5. За характером фінансування об'єкта лізингу виділяють індивідуальний і роздільний лізинг.

- *Індивідуальний лізинг* характеризує лізингову операцію, у якій лізингодавець повністю фінансує виробництво або купівлю переданого в оренду майна.

- *Роздільний лізинг* (леверидж-лізинг) характеризує лізингову угоду, при якій лізингодавець придбаває об'єкт оренди частково за рахунок власного капіталу, а частково – за рахунок позикового. Такий вид лізингу властивий великим капіталомістким лізинговим операціям зі складним багатоканальним фінансуванням переданого в оренду майна.

З урахуванням викладених основних видів фінансового лізингу організовується процес управління ним на підприємстві. Основною метою управління фінансовим лізингом з позицій залучення підприємством позикового капіталу є мінімізація потоку платежів по обслуговуванню кожної лізингової операції.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Процес управління фінансовим лізингом на підприємстві здійснюється в основні етапи, представлені на рис. 10.9.

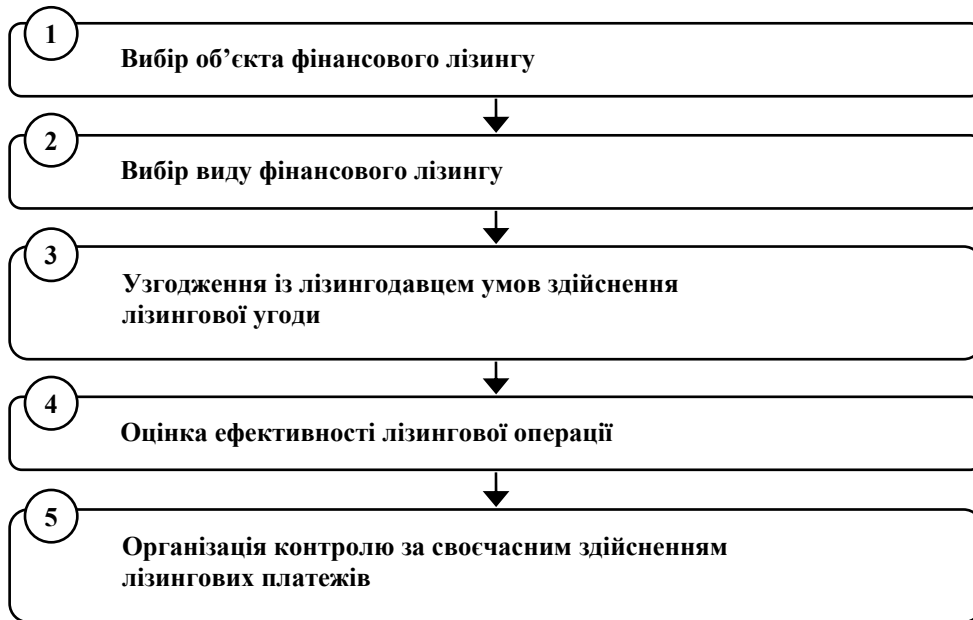


Рис. 10.9. Основні етапи управління фінансовим лізингом на підприємстві

1. Вибір об'єкта фінансового лізингу. Такий вибір визначається необхідністю відновлення або розширення складу операційних необоротних активів підприємства з урахуванням оцінки інноваційних якостей окремих їх альтернативних видів.

2. Вибір виду фінансового лізингу. В основі такого вибору – класифікація видів фінансового лізингу та оцінка наступних основних факторів:

- країна – виробник продукції, що є об'єктом фінансового лізингу;
- ринкова вартість об'єкта фінансового лізингу;
- розвиненість інфраструктури регіонального лізингового ринку;
- сформована практика здійснення лізингових операцій за аналогічними об'єктами лізингу;
- можливості ефективного використання лізингоотримувачем активу, що є об'єктом лізингу.

У процесі вибору виду фінансового лізингу враховується механізм придбання лізингового активу, що зводиться до трьох альтернативних варіантів:

- а) підприємство-лізингоотримувач самостійно здійснює відбір необхідного йому об'єкта лізингу і конкретного виробника – продавця майна, а лізингодавець, оплативши його вартість, передає це майно у користування лізингоотримувача на умовах фінансового лізингу (ця схема принципово застосовна і до поворотного лізингу);
- б) підприємство-лізингоотримувач доручає відбір необхідного йому об'єкта лізингу своєму потенційному лізингодавцю, останній після його придбання передає його підприємству на умовах фінансового лізингу (така схема найбільш часто використовується при зовнішньому лізингу);
- в) лізингодавець наділяє підприємство-лізингоотримувача повноваженнями свого агента із замовлення передбачуваного об'єкта лізингу у його виробника і після його оплати передає придбане майно лізингоотримувачу на умовах фінансового лізингу (така схема найбільш часто використовується при внутрішньому лізингу).

Таким чином, процес вибору виду фінансового лізингу сполучається зазвичай із процесом вибору потенційного лізингодавця.

3. Узгодження з лізингодавцем умов здійснення лізингової угоди. Це найбільш відповідальний етап управління фінансовим лізингом, який багато у чому визначає ефективність майбутньої лізингової операції. У процесі цього етапу управління узгоджуються наступні основні умови, показані на рис. 10.10.

4. Оцінка ефективності лізингової операції. В основі такої оцінки – порівняння сумарних потоків платежів при різних формах фінансування активів.

Ефективність грошових потоків (потоків платежів) порівнюється за теперішньою вартістю за такими основними варіантами рішень: придбання активів у власність за рахунок власних фінансових ресурсів; придбання активів у власність за рахунок довгострокового банківського кредиту; оренда (лізинг) активів.

- ❖ *Основу грошового потоку придбання активу у власність за рахунок власних фінансових ресурсів становлять витрати по його купівлі, тобто ринкова ціна активу. Ці витрати здійснюються при купівлі активу і тому не потребують приведення до теперішньої вартості.*



Рис. 10.10. Характеристика основних умов здійснення лізингової операції, що підлягає узгодженню із лізингодавцем

- ❖ Основу грошового потоку придбання активу у власність за рахунок довгострокового банківського кредиту становлять відсоток за користування кредитом і загальна його сума, що підлягає поверненню при погашенні. Розрахунок загальної суми цього грошового потоку за теперішньою вартістю здійснюється за такою формулою:

$$\text{ГПК}_K = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВК} \cdot (1 - \text{ПП})}{(1 + i)^t} + \frac{\text{ОК}}{(1 + i)^n}, \quad (10.4)$$

де ГПК_K – сума грошового потоку за довгостроковим банківським кредитом, приведена до теперішньої вартості;
 ВК – сума відсотка за кредит відповідно до його річної ставки;

- ОК – обсяг отриманого кредиту, що підлягає погашенню наприкінці кредитного періоду;
 ПП – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;
 i – річна ставка відсотка за довгостроковий кредит, виражена десятковим дробом;
 n – Кількість інтервалів, за якими здійснюється розрахунок процентних платежів, у загальному обумовленому періоді часу.

❖ *Основу грошового потоку оренди (лізингу) активу становлять авансовий лізинговий платіж (якщо він визначений умовами лізингової угоди) і регулярні лізингові платежі (орендна плата) за використання активу. Розрахунок загальної суми цього грошового потоку за теперішньою вартістю здійснюється за такою формулою:*

$$\text{ГПЛ}_T = \text{АП}_L + \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЛП} \cdot (1 - \text{ПП})}{(1 + i)^n}, \quad (10.5)$$

- де ГПЛ_T – сума грошового потоку по лізингу (оренді) активу, приведена до теперішньої вартості;
 АП_L – сума авансового лізингового платежу, передбаченого умовами лізингової угоди;
 ЛП – річна сума регулярного лізингового платежу за використання орендованого активу;
 ПП – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;
 i – середньорічна ставка позичкового відсотка на ринку капіталу (середня ставка відсотка по довгостроковому кредиту), виражена десятковим дробом;
 n – кількість інтервалів, за якими здійснюється розрахунок процентних платежів, у загальному обумовленому періоді часу.

У розрахункових алгоритмах суми грошових потоків усіх видів, наведених вище, вартість активу передбачається до повного списання наприкінці строку його використання. Якщо після передбаченого строку використання активу, взятого в оренду на умовах фінансового лізингу

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

або придбаного у власність, він має ліквідаційну вартість, прогнозна сума вираховується із грошового потоку. Розрахунок цієї суми ліквідаційної вартості, яка вираховується, здійснюється за такою формулою:

$$ГП_{ЛВ} = \frac{ЛВ}{(1+i)^n}, \quad (10.6)$$

де $ГП_{ЛВ}$ – додатковий грошовий потік за рахунок реалізації активу за ліквідаційною вартістю (після передбаченого строку його використання), приведений до теперішньої вартості;

$ЛВ$ – прогнозна ліквідаційна вартість активу (після передбаченого строку його використання);

i – середньорічна ставка позичкового відсотка на ринку капіталу (середня ставка відсотка за довгостроковим кредитом), виражена десятковим дробом;

n – кількість інтервалів, за якими здійснюється розрахунок процентних платежів, у загальному обумовленому періоді часу.

5. Організація контролю за своєчасним здійсненням лізингових платежів. Лізингові платежі відповідно до графіка їх здійснення включаються у розроблювальний підприємством платіжний календар і контролюються у процесі моніторингу його поточної фінансової діяльності.

У процесі управління фінансовим лізингом варто врахувати, що багато правових норм його регулювання у нашій країні ще не встановлені або розроблені недостатньо. У цих умовах варто орієнтуватися на міжнародні стандарти здійснення лізингових операцій з відповідною їх адаптацією до економічних умов нашої країни.

10.4. Управління облігаційною позикою

Одним із джерел залучення позикових коштів є емісія підприємством власних облігацій. Це джерело формування позикового капіталу можуть відповідно до нашого законодавства використовувати підприємства, створені у формі акціонерних та інших видів господарських товариств. Акціонерні товариства можуть випускати облігації лише після того, як повністю оплачені випущені акції.

Рішення про випуск облігацій підприємство приймає самостійно. Засоби від розміщення облігацій направляються підприємством, як правило, на цілі фінансування свого стратегічного розвитку.

Як кредитний інструмент облігаційна позика має певні переваги й недоліки.

Залучення позикових фінансових ресурсів шляхом випуску облігацій має такі основні *переваги*:

а) емісія облігацій не спричиняє втрату контролю над управлінням підприємством (як, наприклад, у випадку випуску акцій);

б) облігації можуть бути випущені при відносно невисоких фінансових зобов'язаннях за відсотками (порівняно зі ставками відсотка за банківський кредит або дивідендами по акціях), оскільки вони забезпечуються майном підприємства і мають пріоритет у задоволенні претензій по них у випадку банкрутства підприємства;

в) облігації мають більшу можливість поширення, ніж акції підприємства, у силу меншого рівня їхнього ризику для інвесторів.

Разом з тим, це джерело залучення позикових фінансових засобів має й низку *недоліків*:

а) облігації не можуть бути випущені для формування статутного фонду і покриття збитків (тоді як банківський або комерційний кредит можуть бути використані для подолання негативних наслідків фінансової діяльності підприємства);

б) емісія облігацій пов'язана з істотними витратами фінансових засобів і вимагає тривалого часу (підприємство має підготувати спеціальний документ, що називається *індентурою*, у якому викладаються права та привілеї власників облігацій; віддрукувати бланки з досить високим ступенем їхнього захисту; зареєструвати їх випуск; вирішити питання андеррайтингу тощо). У зв'язку з високим рівнем витрат по випуску й розміщенню облігацій, їх емісія виправдана лише на велику суму, що можуть собі дозволити тільки великі підприємства;

в) рівень фінансової відповідальності підприємства за своєчасну виплату відсотків і суми основного боргу (при погашенні облігацій) дуже високий, тому що стягнення цих сум при істотному простроченні платежів реалізується через механізм банкрутства;

г) після випуску облігацій внаслідок зміни кон'юнктури фінансового ринку середня ставка позичкового відсотка може стати значно нижчою, ніж установлений відсоток виплат по облігації; у цьому випадку додатковий дохід отримає не підприємство, а інвестори. Підприємство ж у цьому випадку буде нести підвищені (порівняно із середньоринковими) витрати по обслуговуванню свого боргу.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Основною метою управління емісією облігацій підприємства є забезпечення залучення необхідного обсягу позикових коштів шляхом випуску й розміщення на первинному фондовому ринку цінних паперів цього виду.

Управління облігаційною позикою відбувається на підприємстві в основні етапи, представлені на рис. 10.11.

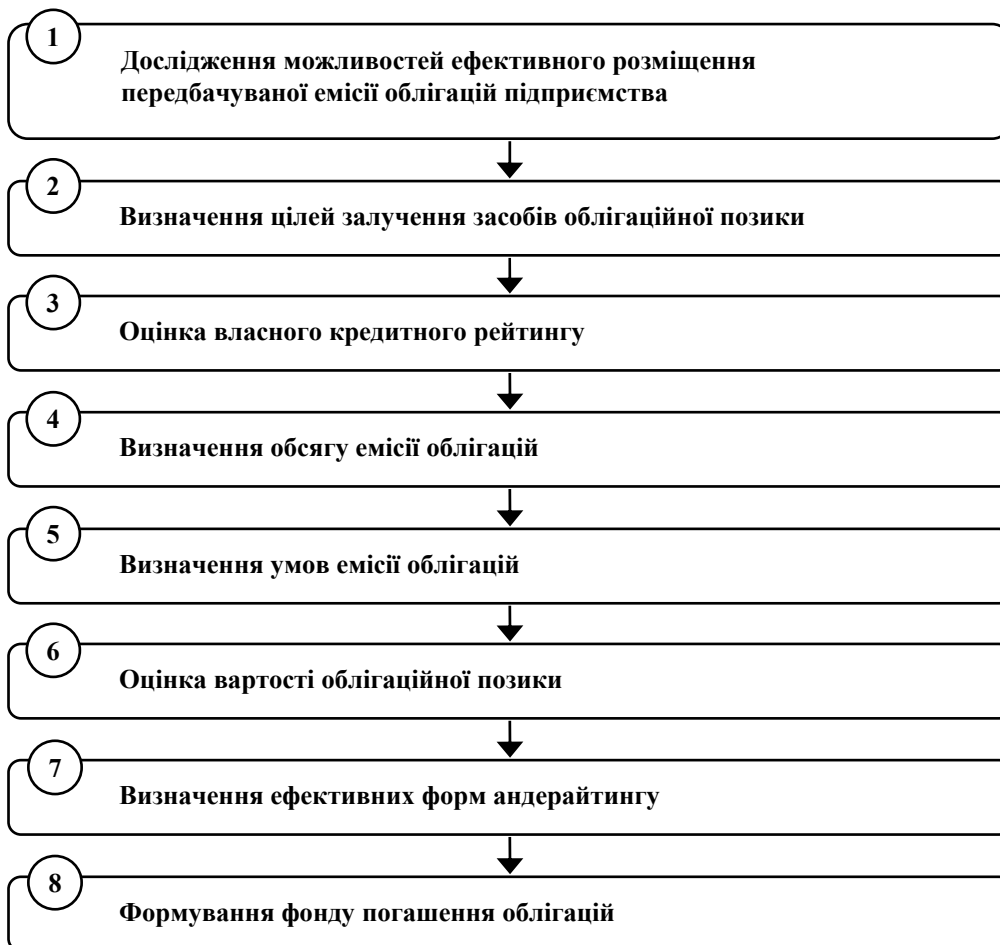


Рис. 10.11. Основні етапи управління облігаційною позикою підприємства

1. Дослідження можливостей ефективного розміщення передбачуваної емісії облігацій підприємства. Вибір облігаційної позики як альтернативного джерела залучення підприємством позикових коштів

може бути продиктований, у першу чергу, низькою вартістю цього виду позикового капіталу й умовами швидкого розміщення передбачуваної емісії облігацій на фондовому ринку. Ці умови пов'язані зі станом кон'юнктури фондового ринку і рівнем інвестиційної привабливості передбачуваних до емісії облігацій. Саме тому принципове рішення про емісію облігацій може бути прийняте лише на основі усебічного попереднього аналізу кон'юнктури фондового ринку та оцінки інвестиційної привабливості своїх облігацій.

- *Аналіз кон'юнктури фондового ринку*, що проводиться з цією метою, включає вивчення стану попиту та пропозиції по боргових цінних паперах різних видів, характеру обігу облігацій інших підприємств, умов їх емісії, динаміки рівня цін їхнього котирування, обсягів продажу облігацій підприємств нових емісій та низки інших показників. Результатом проведення такого аналізу є виявлення діапазону вартості залучення облігаційної позики, визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії облігацій підприємства та оцінка потенціалу поглинання ринком цієї емісії.

- *Оцінка інвестиційної привабливості своїх облігацій* проводиться з позицій можливих умов їх емісії і можливого їхнього кредитного рейтингу на фондовому ринку. У процесі оцінки визначаються мінімальні параметри умов емісії облігацій підприємства, що забезпечують високий рівень їх інвестиційної привабливості порівняно з борговими цінними паперами інших емітентів, які обертаються на фондовому ринку.

2. Визначення цілей залучення засобів облігаційної позики. Облігаційну позику підприємство використовує, як правило, з метою фінансування свого стратегічного розвитку при обмеженому доступі до інших альтернативних джерел залучення довгострокового позикового капіталу. Основними із цих цілей можуть бути:

- ❖ регіональна диверсифікація операційної діяльності підприємства, що забезпечує збільшення обсягу реалізації продукції;
- ❖ реальне інвестування (модернізація, реконструкція та інше), що забезпечують швидке повернення вкладеного капіталу за рахунок приросту чистого грошового потоку;
- ❖ інші стратегічні цілі, котрі вимагають швидкої акумуляції позикового капіталу, залучення якого з інших джерел є більш складним.

3. Оцінка власного кредитного рейтингу. Потенціал розміщення облігаційної позики і його вартість істотно залежать від кредитного рейтингу підприємства, що визначається реальним рівнем

його кредитоспроможності з позицій можливого кредитного ризику для інвесторів. Рівень кредитного рейтингу підприємства (а, відповідно, і облігацій, що емітуються ним) формує на фондовому ринку відповідний розмір «кредитного спреда», тобто різницю у рівні дохідності й цінах котирування між емітованою і так званою «базисною облігацією» (у якості базисної приймається зазвичай державна облігація, емітована на аналогічний період). Високий рівень кредитоспроможності підприємства і його надійна репутація як позичальника дозволяють звести до мінімуму кредитний спред, який емітент додатково платить за розміщення облігаційної позики. І навпаки – низька кредитоспроможність підприємства (а, відповідно, і низький кредитний рейтинг його облігацій) визначає необхідність збільшення розміру кредитного спреда для забезпечення реалізації облігаційної позики. Тільки у цьому випадку буде забезпечена інвестиційна привабливість облігації для інвестора, дохід якого формується як сукупність прибутковості базисної облігації і кредитного спреда.

4. Визначення обсягу емісії облігацій. При визначенні обсягу емісії облігацій варто виходити з раніше розрахованої загальної потреби підприємства у позиковому капіталі і можливостей його формування з альтернативних джерел. У процесі визначення цього обсягу необхідно мати на увазі, що відповідно до законодавчих норм підприємства можуть випускати облігації на суму не більше 25% від розміру їхнього статутного фонду.

5. Визначення умов емісії облігацій. Формування умов емісії є найбільш складним і відповідальним етапом управління облігаційною позикою. Ці умови визначають рівень задоволення цілей залучення позикових ресурсів, ступінь інвестиційної привабливості (а, відповідно, і можливості їхньої реалізації) облігацій підприємства на фондовому ринку, вартість залучення облігаційної позики тощо. Основні умови емісії облігацій наведено на рис. 10.12.

6. Оцінка вартості облігаційної позики. Така оцінка проводиться на основі умов емісії і включає такі елементи розрахунку як середньорічна ставка відсотка, ставка податку на прибуток, рівень емісійних витрат у відношенні до обсягу емісії та інших. Алгоритм здійснення такого розрахунку докладно викладений у розділі 8.3. За результатами оцінки вартості облігаційної позики визначається порівняльна ефективність залучення позикового капіталу із цього джерела у зіставленні з іншими альтернативними джерелами його залучення.

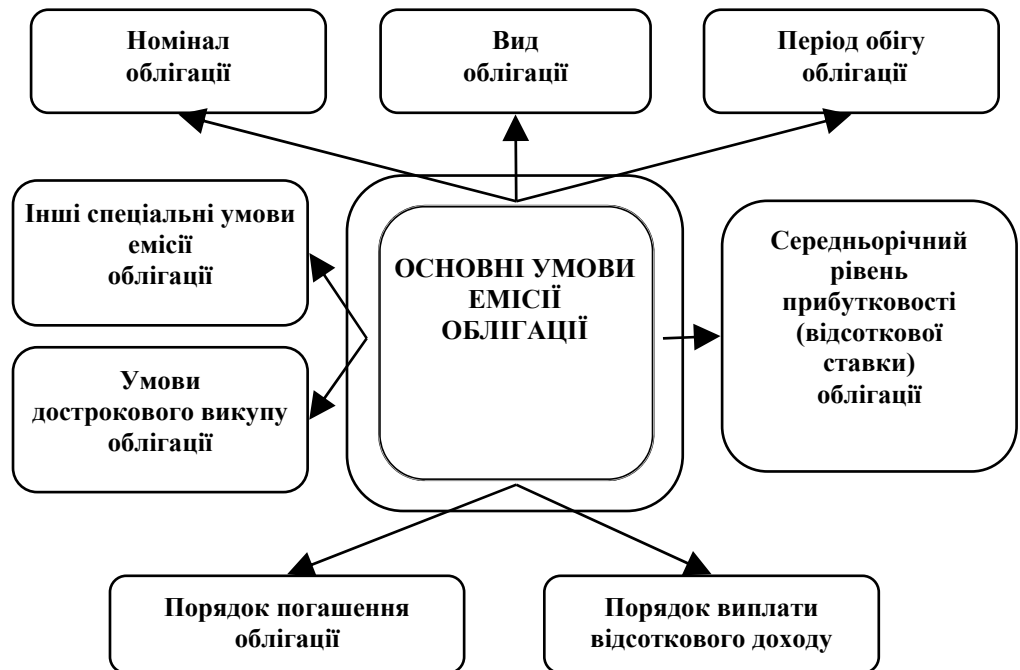


Рис. 10.12. Основні умови емісії облігацій підприємства

7. Визначення ефективних форм андерайтингу. Якщо до розміщення емісії облігацій залучаються андерайтери, підприємству необхідно визначити їх склад, погодити з ними ціни первісного продажу облігації і розміри їхньої комісійної винагороди, сформувати графік надходження коштів облігаційної позики.

8. Формування фонду погашення облігацій. Завершальним етапом управління облігаційною позикою є визначення обсягу постійних відрахувань, які підприємство має здійснювати для формування фонду викупу до моменту їхнього погашення. У цьому випадку використовується формула розрахунку платежів у вигляді анuitету, оскільки такі відрахування здійснюються у фіксованій сумі через рівні проміжки часу протягом терміну дії облігацій, формула анuitетних платежів може бути використана і при обслуговуванні боргу по облігаціях (з періодичною виплатою суми процента).

Відрахування до фонду погашення можуть здійснюватися як у грошовій формі, так і викупленими на фондовому ринку облігаціями.

10.5. Управління залученням товарного кредиту

Товарний кредит, що надається підприємствам у формі відстрочки платежу за поставлені їм сировину, матеріали або товари, отримує усе більшого поширення в сучасній комерційній і фінансовій практиці. Для підприємств, що його залучають, він має низку *переваг* порівняно з іншими джерелами формування позикового капіталу, які полягають у наступному:

1. Товарний кредит є найбільш маневреною формою фінансування за рахунок позикового капіталу найменш ліквідної частини оборотних активів – виробничих запасів товарно-матеріальних цінностей.

2. Він дозволяє автоматично згладжувати сезонну потребу в інших формах залучення позикових ресурсів, оскільки більша частина цієї потреби пов'язана із сезонними особливостями формування запасів сировини.

3. Цей вид кредитування не розглядає поставлені сировину, матеріали й товари як майнову заставу підприємства, дозволяючи йому вільно розпоряджатися наданими у кредит матеріальними цінностями.

4. У цьому виді кредиту зацікавлене не лише підприємство-позичальник, але і його постачальники, тому що він дозволяє їм збільшувати обсяг реалізації продукції і формувати додатковий прибуток. Саме тому товарний кредит у сучасній господарській практиці надається не тільки «першокласним позичальникам», але й підприємствам, що мають певні фінансові труднощі.

5. Вартість товарного кредиту, як правило, значно нижче вартості фінансового кредиту (у всіх його формах).

6. Залучення товарного кредиту дозволяє скорочувати загальний період фінансового циклу підприємства, знижуючи тим самим потребу у фінансових засобах, які використовуються для формування оборотних активів. Це визначається тим, що цей вид фінансових зобов'язань підприємства становить переважаючу частину його кредиторської заборгованості. Між періодом обороту кредиторської заборгованості підприємства по товарних операціях і періодом його фінансового циклу існує зворотна залежність.

7. Він характеризується найбільш простим механізмом оформлення порівняно з іншими видами кредиту, що залучаються підприємством.

Разом з тим, як кредитний інструмент товарний кредит має й певні недоліки, основними з яких є:

1. Цільове використання цього виду кредиту має дуже вузький характер – він дозволяє задовольняти потребу підприємства у позиковому капіталі лише для фінансування виробничих запасів у складі оборотних активів. Прямої участі в інших цільових видах фінансування цей вид кредиту не приймає.

2. Цей вид кредиту має достатньо обмежений у часі характер. Період його надання (не враховуючи вимушених форм його пролонгації) обмежується, як правило, декількома місяцями.

3. Порівняно з іншими кредитними інструментами він несе у собі підвищений кредитний ризик, оскільки за своєю сутністю є незабезпеченим видом кредиту. Відповідно для підприємства, що залучає цей кредит, він несе у собі додаткову загрозу банкрутства при погіршенні кон'юнктури ринку реалізації його продукції.

Ці переваги й недоліки товарного кредиту мають бути враховані підприємством при використанні цього кредитного інструмента для залучення необхідних йому позикових ресурсів.

У сучасній комерційній і фінансовій практиці виділяють наступні основні види товарного кредиту (рис. 10.13):

1. Товарний кредит з відстрочкою платежу за умовами контракту. Це найпоширеніший нині вид товарного кредиту, який обумовлюється умовами контракту на поставку товарів і не вимагає спеціальних документів для його оформлення.

2. Товарний кредит з оформленням заборгованості векселем. Це один з найбільш перспективних видів товарного кредиту, що отримав значного поширення у країнах із розвиненою ринковою економікою й активно впроваджується у нашу господарську практику. Вексельний оборот по товарному кредиту обслуговується простими й переказними векселями. Векселі по товарному кредиту видаються за узгодженням сторін з наступними строками виконання:

- а) по пред'явленню;
- б) у певний строк після пред'явлення;
- в) у певний строк після складання;
- г) на певну дату.

3. Товарний кредит по відкритому рахунку використовується у господарських відносинах підприємства з його постійними постачальниками при багаторазових поставках заздалегідь погодженої номенклатури продукції дрібними партіями. У цьому випадку постачальник відносить вартість відвантажених товарів на дебет рахунку, відкритого підприємству, яке погашає свою заборгованість в обумовлений контрактом термін (зазвичай раз на місяць).

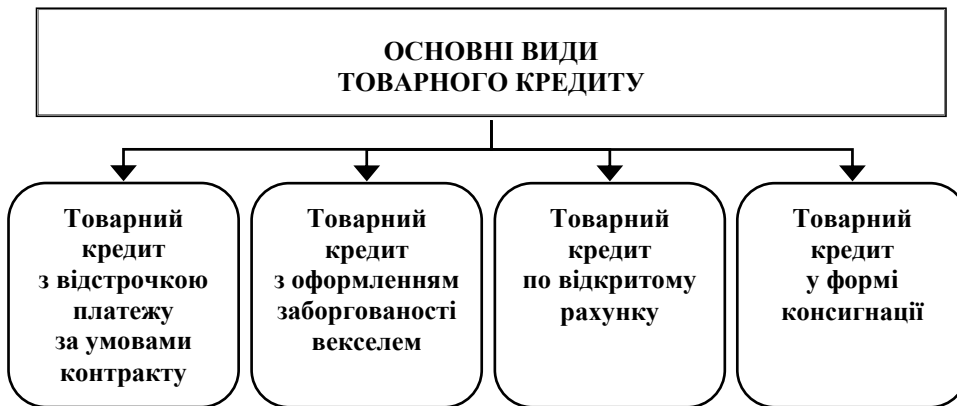


Рис. 10.13. Основні види товарного кредиту, що використовуються у сучасній господарській практиці

4. Товарний кредит у формі консигнації – це вид зовнішньо-економічної комісійної операції, при якій постачальник (консигнант) відвантажує товари на склад торговельного підприємства (консигнанта) з дорученням реалізувати його. Розрахунки з консигнантом здійснюються лише після того, як поставлений товар реалізовано. Консигнація розглядається як один з видів товарного кредиту, що має для підприємства самий безпечний у фінансовому відношенні характер.

Залучаючи до використання позиковий капітал у формі товарного кредиту, підприємство ставить своєю основною метою максимальне задоволення потреби у фінансуванні за цей рахунок сформованих виробничих запасів сировини і матеріалів (у торгівлі – запасів товарів) та зниження загальної вартості залучення позикового капіталу. Ця мета визначає зміст управління залученням товарного кредиту.

Управління залученням товарного кредиту здійснюється в основні етапи, показані на рис. 10.14.

1. Формування принципів залучення товарного кредиту і визначення основних їхніх видів. Цей кредит має цільовий характер, тому потреба у ньому визначається з урахуванням планованого обсягу запасів сировини й матеріалів (у торгівлі – запасів товарів). Принципи залучення товарного кредиту формуються з урахуванням сформованої господарської практики; структури й періодичності закупівлі сировини, матеріалів і товарів; тривалості господарських зв'язків з партнерами та низки інших умов. Ці ж умови визначають і основні види товарного кредиту.

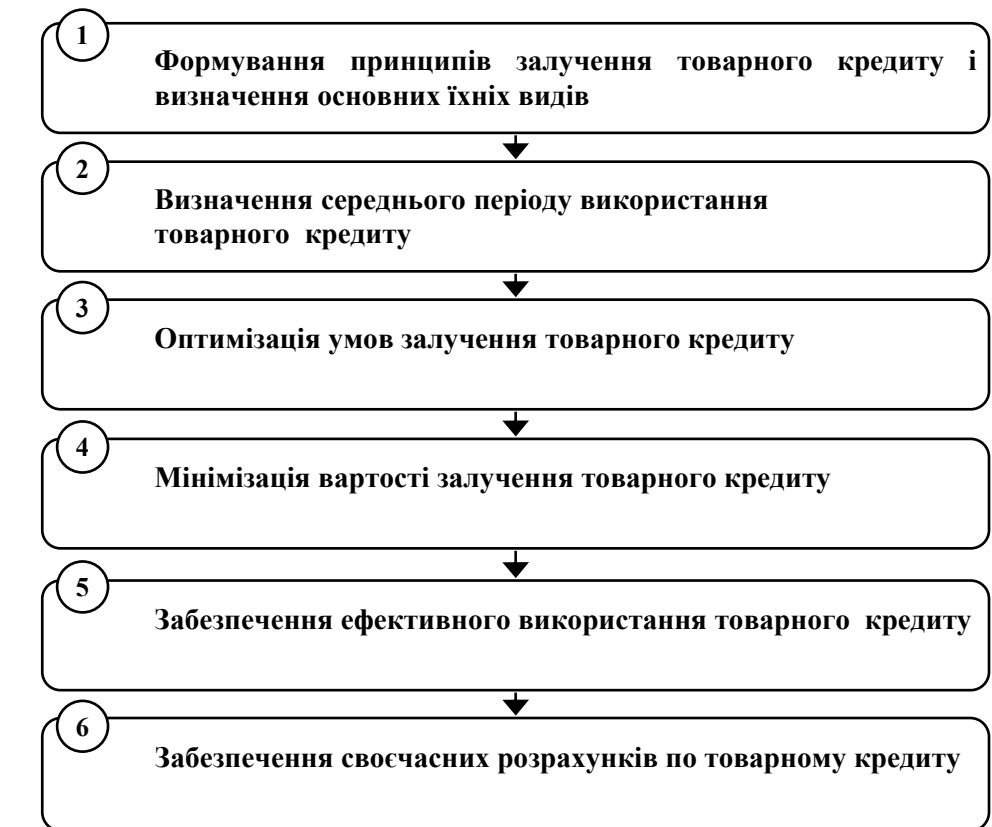


Рис. 10.14. Основні етапи управління залученням товарного кредиту

2. Визначення середнього періоду використання товарного кредиту. Для прогнозування цього показника розраховується середній період заборгованості за товарним кредитом за ряд минулих періодів. При його розрахунку використовується така формула:

$$\overline{\text{ПЗ}}_{\text{ТК}} = \frac{\overline{\text{зТК}}}{\text{ОР}_{\text{ОД}}}, \quad (10.7)$$

де $\overline{\text{ПЗ}}_{\text{ТК}}$ – середній період заборгованості по товарному кредиту, у днях;
 $\overline{\text{зТК}}$ – середня сума залишку заборгованості по товарному кредиту у досліджуваному періоді;
 $\text{ОР}_{\text{ОД}}$ – одинденний обсяг реалізації продукції за собівартістю.

Динаміка цього показника за низку попередніх періодів і його коригування з урахуванням розроблених принципів залучення товарного кредиту дозволяють визначити середній термін використання цього кредиту у плановому періоді.

3. Оптимізація умов залучення товарного кредиту. Процес такої оптимізації передбачає розробку відповідних заходів щодо розширення сфери кредитних відносин з постійними господарськими партнерами за товарними операціями; по залученню нових партнерів з можливостями широкого використання товарного кредиту; по забезпеченню збільшення середнього періоду використання товарного кредиту; по удосконалюванню видів кредиту у розрізі господарських партнерів та інших.

4. Мінімізація вартості залучення товарного кредиту. Завданням фінансових менеджерів є мінімізація вартості залучення кожного товарного кредиту відповідно до алгоритмів її оцінки. Механізм управління вартістю товарного кредиту ґрунтується на співвідношенні показників розміру цінової знижки при здійсненні наявного платежу за продукцію (у межах встановленого розрахункового строку) і періоду надання цього кредиту. Такий механізм мінімізації вартості залучення товарного (комерційного) кредиту може бути представлений наступною формулою:

$$\left(\frac{\text{ЦЗ}}{1 - \text{ЦЗ}} \right) \cdot \left(\frac{360}{\text{Пв}} \right) \rightarrow \min, \quad (10.8)$$

де ЦЗ – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію, виражений десятковим дробом;
Пв – період надання відстрочки платежу відповідно до умов товарного кредиту, у днях.

З наведеної формули можна зробити висновок, що мінімізація вартості товарного кредиту визначається:

- а) *розміром цінової знижки* – чим нижчим є цей розмір, тим відповідно нижчою (за інших рівних умов) буде вартість залучення товарного кредиту для підприємства;
- б) *періодом надання відстрочки платежу* – чим вищим є цей період, тим відповідно нижчою (за інших рівних умов) буде вартість залучення товарного кредиту для підприємства.

Мінімізуючи вартість залучення товарного кредиту, необхідно керуватися наступним критерієм – по жодному товарному кредиту вартість залучення не має перевищувати рівень ставки відсотка за короткостроковий банківський кредит з аналогічним періодом (інакше більше вигідним виявиться залучення банківського кредиту для розрахунку з постачальником).

5. Забезпечення ефективного використання товарного кредиту. Критерієм такої ефективності виступає різниця між середнім періодом використання товарного кредиту й середнім періодом обігу запасів товарно-матеріальних цінностей, які він обслуговує. Чим вищим є позитивне значення цієї різниці, тим ефективніше використання підприємством комерційного кредиту. Регулятором рівня ефективності у цьому випадку виступають збільшення середнього періоду використання товарного кредиту або зменшення середнього періоду обігу сформованих за його рахунок запасів товарно-матеріальних цінностей.

6. Забезпечення своєчасних розрахунків по товарному кредиту. При перевищенні середнього періоду використання товарного кредиту над середнім періодом обігу запасів товарно-матеріальних цінностей фінансові проблеми забезпечення таких розрахунків зазвичай не виникають. В іншому випадку для розрахунків повинні бути залучені додаткові джерела грошових активів (по великих кредитах у цьому випадку формується спеціальний грошовий фонд). Розрахунки по товарному кредиту включаються до платіжного календаря й контролюються у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності.

У процесі залучення товарного кредиту мають бути виключені нефінансові форми впливу з боку кредиторів (нав'язування непотрібних асортиментів товарів, продукції низької якості, вимоги припинення господарських відносин з конкурентами продавця тощо).

10.6. Управління поточними зобов'язаннями за розрахунками

Поточні зобов'язання за розрахунками характеризують найбільш короткостроковий вид позикових ресурсів, що використовуються підприємством і формуються ним за рахунок внутрішніх джерел. Нарахування коштів за різними видами розрахунків здійснюються підприємством щоденно (у міру здійснення поточних господарських операцій), а погашення зобов'язань за цією внутрішньою заборгованістю – у певні (установлені) строки в діапазоні до одного місяця. Оскільки з моменту

нарахування кошти, що входять до складу поточних зобов'язань за розрахунками, уже не є власністю підприємства, а лише використовуються ним до настання терміну погашення зобов'язань, тому за економічним змістом вони є різновидом позикового капіталу. За складом поточні зобов'язання за розрахунками включають зобов'язання за розрахунками з бюджетом, по страхуванню, з оплати праці, учасниками тощо та відображені у складі поточних зобов'язань у балансі підприємства.

Як форма позикового капіталу, що використовується підприємством у процесі господарської діяльності, поточні зобов'язання за розрахунками характеризуються такими основними особливостями:

1. Поточні зобов'язання за розрахунками є для підприємства безкоштовним джерелом позикових ресурсів. Як безкоштовне джерело формування капіталу вони забезпечують зниження не тільки вартості позикової його частини, але й усієї вартості капіталу підприємства. Чим вищою у загальній сумі капіталу підприємства є частка поточних зобов'язань за розрахунками, тим відповідно нижчим (за інших рівних умов) буде показник середньозваженої вартості його капіталу.

2. Обсяг поточних зобов'язань за розрахунками, виражений у днях обороту, впливає на тривалість фінансового циклу підприємства. Деяким чином він впливає на необхідний обсяг засобів для фінансування оборотних активів. Чим вищим є відносний розмір поточних зобов'язань за розрахунками, тим менший обсяг засобів (за інших рівних умов) підприємству необхідно залучати для поточного фінансування своєї господарської діяльності.

3. Сума сформованих підприємством поточних зобов'язань за розрахунками перебуває у прямій залежності від обсягу господарської діяльності підприємства, у першу чергу – від обсягу виробництва та реалізації продукції. Із зростанням обсягу виробництва і реалізації продукції зростають витрати підприємства, що нараховуються ним для майбутніх розрахунків, а, відповідно, збільшується загальна їхня сума, і навпаки. Саме тому при незмінному коефіцієнті фінансового левериджу розвиток операційної діяльності підприємства не збільшує його відносну потребу у кредиті за рахунок зростання позикового капіталу, сформованого із внутрішніх джерел.

4. Прогнозний обсяг поточних зобов'язань за розрахунками за більшістю видів має лише оціночний характер. Це пов'язане з тим, що обсяги багатьох нарахувань, які входять до складу цих зобов'язань, не піддаються точному кількісному розрахунку у зв'язку з невизначеністю багатьох параметрів майбутньої господарської діяльності підприємства.

5. Обсяг поточних зобов'язань за розрахунками за окремими їх видах і по підприємству у цілому залежить від періодичності виплат (погашення зобов'язань) нарахованих коштів. Періодичність цих виплат регулюється державними нормативно-правовими актами, умовами контрактів з господарськими партнерами і лише незначна їхня частина – внутрішніми нормативами підприємства. Цей високий ступінь залежності періодичності виплат (а, відповідно, і розмірів нарахувань) за окремими рахунками, що входять до складу поточних зобов'язань за розрахунками, від зовнішніх факторів визначає низький рівень можливостей щодо управління цим джерелом позикових коштів.

Перераховані особливості поточних зобов'язань за розрахунками необхідно враховувати у процесі управління ними.

Основною метою управління поточними зобов'язаннями за розрахунками підприємства є забезпечення своєчасного нарахування й виплати коштів, що входять до їх складу.

На перший погляд, забезпечення своєчасності виплат нарахованих коштів суперечить фінансовим інтересам підприємства, затримка виплати цих коштів призводить до зростання обсягу поточних зобов'язань за розрахунками, а, отже, знижує потребу у кредиті і, відповідно, середньозважену вартість капіталу. Однак з позицій загальноекономічних інтересів розвитку підприємства така затримка виплат має набагато більший обсяг негативних наслідків.

Так, затримка виплати заробітної плати персоналу знижує рівень матеріальної зацікавленості і продуктивності праці працівників, призводить до зростання плинності кадрів (причому у першу чергу звільняються, як правило, найбільш кваліфіковані працівники). Затримка виплати податків та податкових платежів спричиняє зростання штрафних санкцій, погіршує діловий імідж підприємства, знижує його кредитний рейтинг. Затримка виплат внесків по страхуванню майна або особистому страхуванню може викликати у вигляді відповідної реакції відповідну затримку виплат підприємству сум страхових відшкодувань.

Тому з позицій стратегічного розвитку своєчасна виплата коштів, нарахованих у складі поточних зобов'язань за розрахунками, приносить підприємству більше економічних переваг, аніж свідомо затримка цих виплат.

З урахуванням розглянутої мети управління поточними зобов'язаннями за розрахунками підприємства будується за наступними основними етапами (рис. 10.15):

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

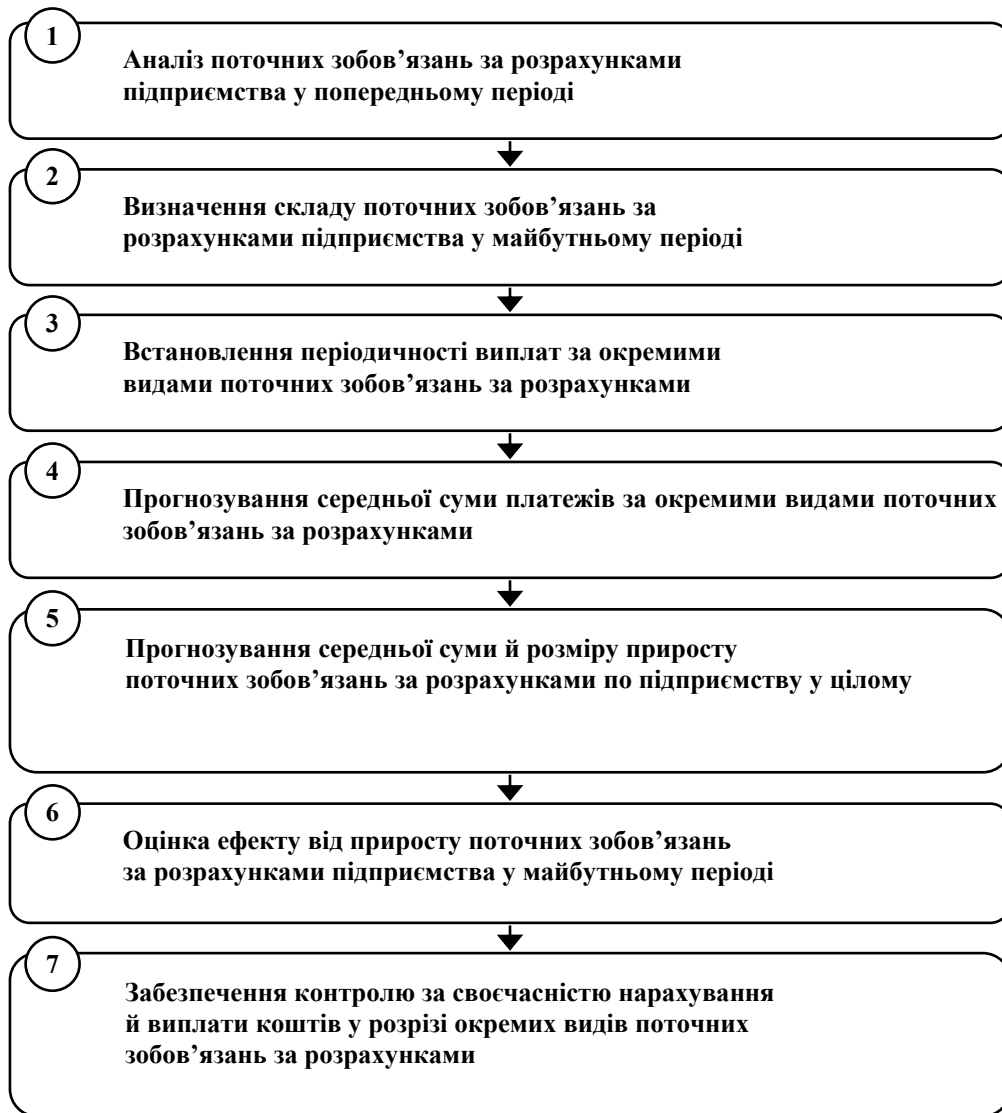


Рис. 10.15. Основні етапи управління поточними зобов'язаннями за розрахунками підприємства

1. Аналіз поточних зобов'язань за розрахунками підприємства у попередньому періоді. Основною метою такого аналізу є виявлення потенціалу формування позикових фінансових ресурсів підприємства за рахунок цього джерела.

- *На першій стадії аналізу* досліджується динаміка загальної суми поточних зобов'язань за розрахунками підприємства у попередньому періоді, зміна їх питомої ваги у загальному обсязі позикового капіталу.

- *На другій стадії аналізу* розглядається оборотність поточних зобов'язань за розрахунками підприємства, виявляється їхня роль у формуванні його фінансового циклу.

- *На третій стадії аналізу* вивчається склад поточних зобов'язань за розрахунками по окремих їх видах; виявляється динаміка питомої ваги окремих їхніх видів у загальній сумі поточних зобов'язань за розрахунками; перевіряється своєчасність нарахування й виплат коштів по окремих рахунках.

- *На четвертій стадії аналізу* вивчається залежність зміни окремих видів поточних зобов'язань за розрахунками від зміни обсягу реалізації продукції; по кожному виду цих зобов'язань розраховується коефіцієнт еластичності від обсягу реалізації продукції. Розрахунок коефіцієнтів еластичності здійснюється за такою формулою:

$$KE_3 = \frac{I_3 - 1}{I_{OP} - 1} \cdot 100, \quad (10.9)$$

де KE_3 – коефіцієнт еластичності конкретного виду поточних зобов'язань за розрахунками від обсягу реалізації продукції, у %;

I_3 – індекс зміни обсягу поточних зобов'язань за розрахунками конкретного виду в аналітичному періоді, виражений десятковим дробом;

I_{OP} – індекс зміни обсягу реалізації продукції підприємства в аналітичному періоді, виражений десятковим дробом.

Результати аналізу використовуються у процесі прогнозування суми поточних зобов'язань за розрахунками підприємства у майбутньому періоді.

2. Визначення складу поточних зобов'язань по розрахунках підприємства у майбутньому періоді. У процесі цього етапу встановлюється перелік конкретних видів поточних зобов'язань за розрахунками підприємства з урахуванням нових видів господарських операцій (наприклад, особистого страхування персоналу), нових видів діяльності,

нових внутрішніх (дочірніх) структур підприємства, нових видів обов'язкових платежів тощо.

3. Встановлення періодичності виплат за окремими видами поточних зобов'язань за розрахунками. На цьому етапі по кожному виду внутрішньої кредиторської заборгованості встановлюється середній період нарахування засобів від моменту початку цих нарахувань до здійснення їх виплати. У цих цілях розглядаються конкретні строки сплати окремих податків, зборів і відрахувань у бюджет і небюджетні фонди, періодичність виплат страхових внесків відповідно до укладених договорів страхування, строки виплати заробітної плати згідно з укладеним колективним трудовим договором та індивідуальними трудовими контрактами тощо.

4. Прогнозування середньої суми платежів, що нараховуються, за окремими видами поточних зобов'язань за розрахунками. Таке прогнозування здійснюється двома основними методами:

а) *методом прямого розрахунку.* Цей метод використовується у тих випадках, коли по окремих видах поточних зобов'язань за розрахунками заздалегідь відомі рядки й суми виплат. У цьому випадку розрахунок здійснюється за такою формулою:

$$\overline{\text{ПС}}_{\text{ПЗР}} = \frac{\text{СВ}_M}{\text{Кв} \cdot 2}, \quad (10.10)$$

де $\overline{\text{ПС}}_{\text{ПЗР}}$ – прогнозна середня сума поточних зобов'язань за розрахунками конкретного виду;

СВ_M – місячна сума платежів по конкретному виду зобов'язань;

Кв – передбачена кількість виплат по конкретному виду зобов'язань протягом місяця;

б) *статистичним методом на основі коефіцієнтів еластичності.* Цей метод використовується у тих випадках, коли сума виплат по конкретному виду поточних зобов'язань за розрахунками заздалегідь чітко не визначена. У цьому випадку розрахунок здійснюється за такою формулою:

$$\overline{ПС_{ПЗР}} = \overline{ПЗР_В} + \frac{\Delta ОО \cdot КЕ \cdot \overline{ПЗР_В}}{100}, \quad (10.11)$$

- де $\overline{ПС_{ПЗР}}$ – прогнозна середня сума поточних зобов'язань за розрахунками конкретного виду;
 $\overline{ПЗР_В}$ – середня сума поточних зобов'язань за розрахунками конкретного виду у попередньому періоді;
 $\Delta ОО$ – прогнозний темп приросту обсягу реалізації продукції у майбутньому періоді, у %;
 $КЕ$ – коефіцієнт еластичності конкретного виду поточних зобов'язань за розрахунками від обсягу реалізації продукції, у %.

5. Прогнозування середньої суми й розміру приросту поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому.

Середня сума поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому визначається шляхом підсумовування їхнього прогнозного середнього розміру за окремими видами цих зобов'язань:

$$\overline{ПЗР_П} = \sum \overline{ПЗР_В}, \quad (10.12)$$

- де $\overline{ПЗР_П}$ – прогнозна середня сума поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому;
 $\overline{ПЗР_В}$ – прогнозна середня сума поточних зобов'язань за розрахунками по конкретному виду.

Приріст поточних зобов'язань за розрахунками у майбутньому періоді по підприємству у цілому визначається за такою формулою:

$$\Delta \overline{ПЗР_М} = \overline{ПЗР_П} - \overline{ПЗР_Ф}, \quad (10.13)$$

- де $\Delta \overline{ПЗР_М}$ – прогнозний приріст середньої суми поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому в майбутньому періоді;
 $\overline{ПЗР_П}$ – прогнозна середня сума поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому;

$\overline{\text{ПЗР}}_{\Phi}$ – середня сума поточних зобов'язань за розрахунками підприємства в аналогічному попередньому періоді.

6. Оцінка ефекту приросту поточних зобов'язань за розрахунками підприємства у майбутньому періоді. Цей ефект полягає у скороченні потреби підприємства в залученні кредиту й витрат, пов'язаних з його обслуговуванням. Розрахунок цього ефекту здійснюється за такою формулою:

$$E_{\text{ПЗР}} = \frac{\Delta \overline{\text{ПЗР}}_{\Pi} \cdot \text{ВС}_{\text{Б}}}{100}, \quad (10.14)$$

де $E_{\text{ПЗР}}$ – ефект від приросту середньої суми поточних зобов'язань за розрахунками підприємства у майбутньому періоді;

$\Delta \overline{\text{ПЗР}}_{\Pi}$ – прогнозований приріст середньої суми поточних зобов'язань за розрахунками по підприємству у цілому;

$\text{ВС}_{\text{Б}}$ – середньорічна відсоткова ставка за короткостроковий кредит, що залучається підприємством.

7. Забезпечення контролю за своєчасністю нарахування й виплати коштів у розрізі окремих видів поточних зобов'язань за розрахунками. Нарахування цих коштів контролює бухгалтерія за результатами проведення окремих господарських операцій підприємства. Виплата цих коштів включається у розроблювальний платіжний календар та контролюється у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності підприємства.

З урахуванням прогнозованого приросту поточних зобов'язань за розрахунками на підприємстві формується загальна структура позикових ресурсів, що залучаються з різних джерел.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 4

1. Управління капіталом є одним з основних і найскладніших напрямів менеджменту, який охоплює різні напрями робіт, пов'язаних з оптимізацією його обсягу, структури та вартості, зі створенням передумов для підвищення рівня його оборотності і рентабельності. Основною метою управління капіталом є задоволення потреби підприємства в активах та оптимізація його структури з позицій забезпечення умов ефективного використання.
2. Однією з найважливіших характеристик капіталу є його вартість – ціна, яку платить підприємство за залучення капіталу з різних джерел, або рівень дохідності цього капіталу на ринку. Узагальнюючий показник вартості капіталу – його середньозважена вартість, виступає важливим індикатором ефективності фінансової діяльності підприємства, який аналізується при прийнятті рішень щодо розвитку операційної та інвестиційної діяльності підприємства. Саме тому управління вартістю капіталу є важливим напрямом управління капіталом підприємства.
3. У системі теоретичних основ управління капіталом однією з базових та найбільш полемічних концепцій є теорія його структури. Оптимізація структури капіталу з урахуванням заданого рівня дохідності та ризику реалізується різними методами. Одним з основних механізмів реалізації цього завдання є фінансовий леверидж, який характеризує використання підприємством позикових коштів, що впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.
4. Фінансову основу підприємства представляє сформований ним власний капітал – загальна сума коштів, що належить підприємству на правах власності та використовується ним для формування активів. Загальна сума власного капіталу підприємства відображається у підсумку першого розділу пасиву балансу, структура статей якого дозволяє чітко ідентифікувати первісно інвестовану та накопичену його частини у процесі здійснення ефективної господарської діяльності. Управління власним капіталом пов'язане не тільки із забезпеченням ефективного використання уже накопиченої частини, але і з формуванням власних фінансових ресурсів, що забезпечують розвиток підприємства. Основним завданням такого управління є забезпечення необхідного рівня самофінансування розвитку господарської діяльності підприємства.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

5. Основним внутрішнім джерелом формування власних фінансових ресурсів є чистий прибуток підприємства, який здебільшого формується у результаті здійснення операційної діяльності. У зв'язку з цим управління формуванням прибутку від реалізації продукції є важливим напрямом загального управління фінансами на підприємстві. Механізм управління формуванням операційного прибутку будується з урахуванням тісного взаємозв'язку цього показника з обсягами реалізації продукції, доходів та витрат підприємства. Система цього взаємозв'язку, яка отримала назву «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації та прибутку», дозволяє виділити роль окремих факторів у формуванні операційного прибутку і забезпечити ефективне управління цим процесом на підприємстві. Механізм цієї системи передбачає послідовне формування маржинального, валового та чистого прибутку підприємства.
6. Поділ усієї сукупності операційних витрат на постійні та змінні їхні види дозволяє застосовувати у якості фінансового механізму управління операційним прибутком «операційний леверидж». Дія цього механізму ґрунтується на тому, що наявність у складі операційних витрат постійної компоненти призводить до того, що при зміні обсягу реалізації продукції, сума операційного прибутку завжди змінюється ще більш високими темпами. Такий результат має назву рівня операційного левериджу та оцінюється за допомогою спеціальних алгоритмів. Наявність таких алгоритмів управління фінансовою діяльністю підприємства як фінансовий та операційний леверидж, методичні підходи до їх аналізу дозволяють здійснювати оцінку впливу структури капіталу і структури операційних витрат на можливості нарощування ринкової вартості підприємства. З цією метою використовують показник рівня комбінованого левериджу, який характеризує еластичність чистого прибутку від зміни обсягів реалізації продукції.
7. Суттєвий вплив на ринкову вартість підприємства, можливості її росту здійснює дивідендна політика підприємства, у процесі якої оптимізуються пропорції між споживаною та капіталізованою частинами прибутку підприємства. Це спричинило виділення дивідендної політики в окремий напрям управління капіталом підприємства. Сучасна теорія та практика управління фінансами дозволяє виділити

принципові підходи до формування дивідендної політики, адекватні їм засоби розподілу чистого прибутку (типи дивідендної політики) та принципові підходи до побудови процесу формування дивідендної політики на підприємстві.

8. Одним із способів залучення власного капіталу є емісія акцій, що представляє собою залучення коштів із зовнішніх джерел. Емісія акцій складний і дуже відповідальний процес, управління яким виділяють в окремий напрям управління капіталом. Метою такого управління є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів у мінімально можливих терміни.
9. Сучасна практика функціонування підприємств свідчить про високу частку позикового капіталу у загальних джерелах фінансування активів. В зв'язку з цим, управління залученням та ефективним використанням позикових коштів є однією з найважливіших функцій менеджменту підприємства, що спрямована на забезпечення досягнення високих кінцевих результатів його господарської діяльності. Зважаючи на різноманітність форм та видів позикового капіталу, що залучається підприємством, теорія й практика управління фінансами використовує широкий інструментарій з управління залученням банківського кредиту, фінансового лізингу, товарного кредиту, облігаційного займу та поточних зобов'язань за розрахунками.
10. У складі фінансового кредиту, що залучається підприємством для розширення господарської діяльності, пріоритетна роль належить банківському кредиту, який має широку цільову спрямованість і залучається у різноманітних видах. Розмаїття видів та умов залучення банківського кредиту визначає необхідність ефективного управління цим процесом на підприємстві і виділення його в окрему частину політики залучення позикового капіталу.
11. Однією із форм залучення капіталу для фінансування необоротних активів є фінансовий лізинг, який характеризується складною системою економічних відносин: орендних, торговельних, кредитних. У свою чергу, кредитні відносини фінансового лізингу характеризуються багатоаспектністю, що вимагає побудови виваженого підходу до управління залученням позикового капіталу у цій формі.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

12. Поширеною формою залучення позикового капіталу, особливо у сфері товарного обігу, є товарний кредит, який надається у формі відстрочки платежу за поставлену продукцію (товари). Ця форма залучення капіталу має низку переваг і недоліків, що вимагає зважених підходів до управління нею з метою максимального задоволення потреби підприємства у фінансуванні запасів та зменшення загальної вартості залучення позикового капіталу, що спричинило виділення управління залученням товарного кредиту в окремий напрям менеджменту позикового капіталу.
13. Однією із форм позикового капіталу, залучення якого дозволяє фінансувати крупні інвестиційні проекти довгострокового характеру, є облігаційна позика. Зважаючи на складність процедури емісії облігацій, суттєвих витрат, пов'язаних з її здійсненням, високий рівень фінансової відповідальності підприємства за своєчасне погашення облігацій, управління облігаційною позикою виділяється в окремий напрям менеджменту позикового капіталу зі спеціальною системою принципів і методів управління.
14. Одним з найбільш короткострокових видів позикового капіталу є поточні зобов'язання підприємства за розрахунками. Зважаючи на наявність цього виду фінансових ресурсів у кожного підприємства, їх специфічний характер формування, в теорії та практиці управління фінансами виділяють спеціальні методи й підходи щодо управління ними, основною метою яких є забезпечення своєчасного нарахування й виплати коштів по окремих видах поточних зобов'язань за розрахунками.

? Питання для самоконтролю знань

1. Визначте сутність та основні завдання управління капіталом підприємства.
2. Охарактеризуйте основні методичні підходи до визначення потреби у капіталі створюваного підприємства.
3. Охарактеризуйте зміст управління структурою капіталу на основі механізму фінансового левериджу.
4. Охарактеризуйте основні методи оптимізації структури капіталу.

5. Сформулюйте сутність та завдання управління власними фінансовими ресурсами підприємства.
6. Охарактеризуйте послідовність процесу управління формуванням власних фінансових ресурсів підприємства.
7. Охарактеризуйте основні методичні підходи до визначення потреби підприємства у власних фінансових ресурсах.
8. Охарактеризуйте фінансовий механізм управління формуванням операційного прибутку на основі системи «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації та прибутку».
9. Охарактеризуйте фінансовий механізм управління формуванням операційного прибутку на основі операційного левериджу.
10. Визначте сутність та етапи розробки дивідендної політики підприємства.
11. Охарактеризуйте основні типи дивідендної політики підприємства.
12. Сформулюйте сутність і типи амортизаційної політики підприємства.
13. Охарактеризуйте зміст і послідовність управління емісією акцій.
14. Визначте сутність та завдання управління формуванням позикових фінансових ресурсів підприємства.
15. Охарактеризуйте зміст основних етапів управління формуванням позикових фінансових ресурсів підприємства.
16. Охарактеризуйте основні показники аналізу стану позикових фінансових ресурсів підприємства.
17. Охарактеризуйте методичні підходи до визначення потреби підприємства у позикових коштах.
18. Визначте сутність і назвіть основні етапи управління залученням банківського кредиту.
19. Охарактеризуйте зміст і порядок управління фінансовим лізингом.
20. Охарактеризуйте методичні підходи до оцінки ефективності лізингової операції.
21. Визначте зміст і порядок управління облігаційною позикою.
22. Охарактеризуйте зміст і порядок управління залученням товарного кредиту.
23. Охарактеризуйте зміст та порядок здійснення управління поточними зобов'язаннями по розрахунках.

 Тестові завдання для контролю знань

- 1. Який з методів оптимізації потреби у капіталі базується на визначенні необхідного обсягу активів підприємства?**
 - 1.1. Балансовий метод.
 - 1.2. Метод аналогій.
 - 1.3. Метод капіталомісткості.
- 2. Що є в основі оцінки вартості власного функціонуючого капіталу?**
 - 2.1. Обсяг виплат з прибутку власникам.
 - 2.2. Середньоринковий відсоток за банківською позикою.
 - 2.3. Рівень доходності акцій підприємства.
- 3. Зростання норми амортизації на обладнання, що є об'єктом фінансового лізингу, за інших рівних умов, призведе до:**
 - 3.1. Зменшення вартості фінансового лізингу.
 - 3.2. Збільшення вартості фінансового лізингу.
 - 3.3. Не вплине на вартість фінансового лізингу.
- 4. Яким чином зміниться вартість товарного кредиту підприємства при зростанні цінової знижки підприємству (за інших рівних умов) при достроковій оплаті продукції, робіт, послуг?**
 - 4.1. Збільшиться.
 - 4.2. Зменшиться.
 - 4.3. Залишиться без змін.
- 5. Як вплине на вартість банківського кредиту авансовий платіж суми відсотка за кредит?**
 - 5.1. Збільшить.
 - 5.2. Зменшить.
 - 5.3. Не вплине.
- 6. Зростання частки постійних витрат у їхньому загальному обсязі:**
 - 6.1. Призведе до росту рівня операційного левериджу.
 - 6.2. Призведе до зменшення рівня операційного левериджу.
 - 6.3. Не вплине на рівень операційного левериджу.
- 7. Зростання рівня операційного левериджу свідчить про:**
 - 7.1. Зростання рівня фінансового ризику.
 - 7.2. Зростання рівня операційного ризику.
 - 7.3. Зростання рівня сукупного ризику.
 - 7.4. Не свідчить про зміну рівня ризику.

8. Який підхід лежить в основі формування політики стабільного рівня дивідендів?

- 8.1. Агресивний.
- 8.2. Компромісний (помірний).
- 8.3. Консервативний.

9. Елементом, що визначає позитивний ефект фінансового левериджу, є:

- 9.1. Диференціал.
- 9.2. Коефіцієнт фінансового левериджу.
- 9.3. Податковий коректор.

10. Принцип взаємозв'язку оцінки поточної і майбутньої середньозваженої вартості капіталу забезпечується використанням показника:

- 10.1. Граничної вартості капіталу.
- 10.2. Граничної ефективності капіталу.
- 10.3. Коефіцієнта фінансового левериджу.
- 10.4. Диференціалу фінансового левериджу.

11. Яка комбінація тенденцій є неможливою?

- 11.1. Одночасне зростання коефіцієнта фінансового левериджу та коефіцієнта автономії.
- 11.2. Одночасне зростання коефіцієнта фінансового левериджу і рівня фінансової рентабельності.
- 11.3. Одночасне зростання коефіцієнта фінансового левериджу та рівня фінансового ризику.

12. Ефективність розробленої політики формування власних фінансових ресурсів оцінюється за допомогою показника:

- 12.1. Коефіцієнта рентабельності власного капіталу.
- 12.2. Коефіцієнта самофінансування розвитку підприємства.
- 12.3. Коефіцієнта оборотності власного капіталу.

13. Позитивний вплив операційного левериджу можливий:

- 13.1. За будь-яких умов.
- 13.2. Після досягнення підприємством точки беззбитковості.
- 13.3. Після досягнення підприємством точки ліквідації.

14. Політика стабільного розміру дивідендів передбачає:

- 14.1. Встановлення стабільного співвідношення між прибутком, що споживається та капіталізується.
- 14.2. Встановлення постійної суми дивідендів протягом певного періоду незалежно від фінансових результатів діяльності підприємства.
- 14.3. Забезпеченні постійного мінімально-гарантованого розміру дивідендів з надбавкою у періоди з високими фінансовими результатами діяльності.

15. Який з показників характеризує частку чистого прибутку, що спрямовується на формування фонду дивідендних виплат?

- 15.1. Коефіцієнт дивідендних виплат.
- 15.2. Коефіцієнт споживання прибутку.
- 15.3. Коефіцієнт капіталізації прибутку.

16. Проблема оптимізації пропорцій між споживаною та капіталізованою частинами прибутку вирішується у процесі формування:

- 16.1. Дивідендної політики.
- 16.2. Емісійної політики.
- 16.3. Політики залучення позикового капіталу.
- 16.4. Забезпечення росту рівня фінансової автономії підприємства.

17. Встановлення довгострокового нормативного коефіцієнта дивідендних виплат по відношенню до суми чистого прибутку відображає:

- 17.1. Політику стабільного розміру дивідендних виплат.
- 17.2. Політику стабільного рівня дивідендів.
- 17.3. Політику постійного зростання розміру дивідендних виплат.

18. Значення Грант-елемента відображає:

- 18.1. Середньоринкові умови залучення кредитних ресурсів.
- 18.2. Розмір економії або перевитрат коштів підприємства по конкретній кредитній угоді порівняно із середньоринковими умовами.
- 18.3. Економію або перевитрати коштів підприємства по усіх кредитних угодах порівняно із середньоринковими умовами.

19. Критерієм економічної ефективності дострокового викупу облігацій є:

- 19.1. Тенденція зростання ринкової ціни облігації.
- 19.2. Перевищення ринкової вартості облігації над встановленою викупною ціною.
- 19.3. Тенденція падіння ринкової вартості облігації.

20. Рівень комбінованого левериджу характеризує:

- 20.1. На скільки відсотків зміниться чистий прибуток при зміні виручки від реалізації на 1%.
- 20.2. На скільки відсотків зміниться прибуток до оподаткування та сплати відсотків при зміні виручки від реалізації на 1%.
- 20.3. На скільки відсотків зміниться чистий прибуток при зміні прибутку до оподаткування та сплати відсотків на 1%.
- 20.4. Правильна відповідь відсутня.

21. Відсоткове зростання чистого прибутку залежно від зміни прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит характеризує:

- 21.1. Рівень операційного левериджу.
- 21.2. Рівень фінансового левериджу.
- 21.3. Рівень комбінованого левериджу.

22. Основною метою управління поточними зобов'язаннями за розрахунками є:

- 22.1. Зменшення середньозваженої вартості капіталу.
- 22.2. Забезпечення своєчасності нарахування й сплати коштів за поточними розрахунками.

23. Як позначається на загальному обсязі капіталу підприємства проведення ним операції викупу власних акцій або паїв учасників?

- 23.1. Призводить до зростання загального обсягу капіталу.
- 23.2. Призводить до зменшення загального обсягу капіталу.
- 23.3. Ніяк не позначається, відбувається лише перерозподіл капіталу між окремими його статтями.
- 23.4. Питання є некоректним, оскільки подібні операції не мають сенсу і на практиці не здійснюються.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

24. Як зміниться обсяг статутного капіталу підприємства у разі погашення власниками своєї заборгованості за внесками, передбаченими статутом?

24.1. Зменшиться.

24.2. Збільшиться.

24.3. Залишиться незмінним.

24.4. Відповісти неможливо, якщо не уточнити організаційно-правовий статус підприємства.

25. Як зміниться загальний обсяг капіталу підприємства у разі погашення власниками своєї заборгованості за внесками, передбаченими статутом?

25.1. Загальний обсяг капіталу зросте.

25.2. Загальний обсяг капіталу зменшиться.

25.3. Загальний обсяг капіталу залишиться без змін.

25.4. Характер змін обсягу капіталу буде залежати від форми даних внесків.

Задачі для набуття практичних навичок

Задача 4.1

Оцініть доцільність формування запропонованої структури капіталу. У зв'язку з цим необхідно:

- 1) оцінити вартість окремих елементів капіталу, що передбачається залучати;
- 2) оцінити середньозважену вартість капіталу;
- 3) зробити висновки щодо доцільності формування запропонованої структури капіталу.

Джерела формування капіталу

(тис. грн)

Показники	Значення
1. Капітал, сформований за рахунок емісії звичайних акцій	190
2. Капітал, сформований за рахунок привілейованих акцій	40
3. Капітал сформований за рахунок довгострокових банківських кредитів	50
Усього	165

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

- Номінальна вартість привілейованої акції становить 40 грн, щорічний дивіденд – 7 грн на акцію, рівень додаткових витрат по емісії привілейованих акцій – 0,5% від їх номінальної вартості;
- номінальна ціна простої акції – 50 грн, дивіденд – 12 грн на рік; темп приросту дивідендів – 2% річних. Рівень додаткових витрат по емісії простих акцій – 1% від їхньої номінальної вартості;
- відсоток банку по довгостроковому кредиту становить 10% річних;
- середньогалузевий рівень рентабельності активів – 30%.

Задача 4.2

Виходячи з наступної інформації, оберіть оптимальну структуру капіталу за критеріями:

- а) максимізації рівня фінансової рентабельності підприємства;
- б) мінімізації середньозваженої вартості капіталу.

Про діяльність підприємства відомо наступне:

- 1) обсяг власного капіталу підприємства – 320 тис. грн.;
- 2) коефіцієнт рентабельності активів (без урахування витрат на сплату відсотків) – 12%;
- 3) мінімальна ставка відсотка за кредит – 9%;
- 4) премія за кредитний ризик, що нараховується банком, залежить від коефіцієнта фінансового левериджу підприємства наступним чином:

Коефіцієнт фінансового левериджу	0,3–0,8	0,9–1,3	1,4–2
Премія за кредитний ризик, %	0,5	1,0	1,5

- 5) у підприємства є можливість залучити банківський кредит на суму:
 - а) 180 тис. грн;
 - б) 320 тис. грн;
 - в) 380 тис. грн;
 - б) рівень запланованих дивідендних виплат становить 12%.

Задача 4.3

Виходячи з інформації, наведеної нижче, оцініть, як зміниться рівень фінансової рентабельності підприємства залежно від зміни структури капіталу. На основі проведених розрахунків надайте пропозиції щодо можливостей поліпшення структури капіталу підприємства у перспективі. У зв'язку із цим необхідно:

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

- 1) оцінити середньозважену вартість капіталу при різних варіантах формування його структури;
- 2) оцінити ефект фінансового левериджу при різних варіантах формування структури капіталу;
- 3) за результатами розрахунків зробити висновки та надати пропозиції щодо можливостей поліпшення структури капіталу.

Вихідна інформація

Показники	Варіанти формування капіталу	
	№ 1	№ 2
Середньорічний обсяг активів підприємства, тис. грн	1200	1000
Середньорічний обсяг позикового капіталу підприємства, тис. грн, у тому числі:		
– кредити банку;	900	500
– кредиторська заборгованість за товари, роботи та послуги;	420	220
– поточні зобов'язання за розрахунками	450	260
Вартість позикового капіталу, %:	30	20
– кредитів банку		
– кредиторської заборгованості за товари, роботи та послуги	20	20
– поточних зобов'язань за розрахунками	10	10
Валова рентабельність активів, %	0	0
	24	24

Задача 4.4

Підприємство «Альфа» щомісяця реалізує 300 одиниць продукції по ціні 75 грн за одиницю. Рівень змінних витрат становить 15%, обсяг умовно-постійних витрат – 12000 грн. Визначте:

- 1) точку беззбитковості підприємства;
- 2) запас фінансової міцності підприємства;
- 3) обсяг реалізації продукції, що забезпечить отримання прибутку на суму 10 000 грн;
- 4) який обсяг реалізації продукції забезпечить отримання прибутку на суму 10 000 грн при зменшенні ціни одиниці продукції на 5%;
- 5) за результатами розрахунків зробіть висновки.

Задача 4.5

Виходячи з наступної інформації, визначте:

- 1) рівень операційного левериджу;
- 2) обсяг операційного прибутку підприємства у звітному році;
- 3) як зміниться обсяг валового операційного прибутку підприємства, якщо планується зростання обсягу реалізації на 10%.

Про діяльність підприємства у звітному році відомо наступне:

- обсяг реалізації продукції становив 100 тис. од. продукції;
- ціна одиниці продукції (без ПДВ) – 170 грн;
- витрати на виробництво та реалізацію продукції становили 9000 тис. грн; 40% у структурі витрат є умовно-постійними.

Задача 4.6

Виходячи з наступної інформації визначте:

- 1) коефіцієнт та ефект операційного левериджу;
- 2) ефект фінансового левериджу (виходячи з концепції американської школи фінансового менеджменту);
- 3) ефект комбінованого левериджу;
- 4) як зміниться рівень фінансової рентабельності підприємства, якщо обсяг реалізації продукції зросте на 17%.

Про діяльність підприємства у звітному періоді відомо наступне:

- обсяг реалізації продукції становив 50 тис. од. продукції;
- ціна одиниці продукції (без ПДВ) – 15 грн;
- витрати на виробництво та реалізацію продукції становили 350 тис. грн, 55% яких – умовно-постійні; сума відсотків за кредит – 85 тис. грн;
- обсяг власного капіталу становить 1700 тис. грн.

Задача 4.7

У підприємства є потреба в залученні кредиту на суму 400 тис. грн строком на 6 років. Підприємство розглядає можливість його залучення у двох банках. Виходячи з наступної інформації, оберіть банк для залучення кредиту з найбільш вигідними умовами.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Умови залучення кредиту

Банк	Річна процентна ставка	Умови сплати відсотків	Умови зміни відсоткової ставки	Інші фінансові витрати
А	25%	Щороку	Коригується залежно від темпу інфляції, починаючи з 3 року	2,5% від суми кредиту
Б	23%	Щороку	Коригується залежно від темпу інфляції	1,1% від суми кредиту

- Середньомісячний темп інфляції – 1,5%;
- середньоринкова процентна ставка становить 24% річних;
- середньоринкові умови надання кредиту та запропоновані варіанти його отримання передбачають повернення основної суми боргу по закінченню терміну кредиту.

Задача 4.8

Оцініть ефективність фінансування устаткування на умовах фінансового лізингу, виходячи з наступної інформації:

- 1) Вартість устаткування – 70 тис. грн;
- 2) термін експлуатації устаткування – 7 років;
- 3) авансовий лізинговий платіж становить 5% від вартості активу;
- 4) регулярний лізинговий платіж – 15 тис. грн на рік;
- 5) ліквідаційна вартість устаткування після терміну його експлуатації прогнозується у сумі 10 тис. грн;
- 6) середня ставка відсотка по довгостроковому кредиту становить 16% річних.

Задача 4.9

Підприємство з метою підвищення ефективності діяльності здійснює пошук шляхів зростання ефективності використання позикового капіталу. У зв'язку з цим фінансовій службі підприємства необхідно:

- 1) оцінити динаміку та структуру позикового капіталу підприємства у звітному періоді;
- 2) оцінити рівень ефективності використання позикового капіталу у звітному періоді;
- 3) за результатами розрахунків зробити висновки і надати пропозиції щодо підвищення ефективності використання позикового капіталу.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Інформація про обсяг та склад позикового капіталу

(тис. грн)

Показники	На початок попе- реднього року	На початок звітнього року	На кінець звітнього року
1. Короткострокові кредити банків	180	200	240
2. Поточна заборгованість за товари, роботи, послуги	371	410	450
3. Поточна заборгованість за розрахунками з бюджетом	150	170	190
4. Поточна заборгованість за розрахунками з персоналом	30	50	60
5. Інша поточна заборгованість	15	19	20

Інформація про фінансові результати діяльності підприємства

(тис. грн)

Показники	Попередній рік	Звітний рік
1. Виручка від реалізації	4825,00	5543,00
2. Обсяг прибутку до оподаткування	261,10	280,00
3. Собівартість продукції	3300,00	3915,00
4. Сума відсотків за кредит	19,00	25,00

Задача 4.10

Обґрунтувати плановий обсяг кредиторської заборгованості підприємства, якщо відомі наступні дані:

- тривалість відстрочки платежів постачальникам 15 днів;
- тривалість відстрочки платежів покупців 25 днів;
- середня тривалість виробничого циклу 10 днів;
- плановий обсяг продаж 65 тис. грн;
- рівень собівартості реалізованої продукції 65%;
- норма загального обсягу запасів підприємства складає 12 днів.

Задача 4.11

Підприємство ТОВ «Альфа» планує сформувати джерела фінансування у обсязі 1 млн грн. Для цього у підприємства є можливість як випустити прості акції, так і залучити банківський та комерційний кредити.

Розділ 4. УПРАВЛІННЯ КАПІТАЛОМ

Для простих акцій прогнозується виплата дивідендів на рівні 5% із щорічним його зростанням на 1%.

Банківський кредит залучатиметься за відсотковою ставкою 27%. Рівень додаткових витрат залучення кредиту складає 0,5%. За комерційним кредитом надається відстрочка платежу 20 днів. При оплаті по факту відвантаження передбачається цінова знижка 0,7%.

Оберіть оптимальну структуру капіталу за критерієм мінімальної його вартості.

Варіанти структури капіталу підприємства

(тис. грн)

Капітал	Варіант А	Варіант Б	Варіант В
Власний капітал	300	250	500
Банківський кредит	200	500	300
Комерційний кредит	500	250	200
Усього	1000	1000	1000

Задача 4.12

Підприємство, що фінансує свою діяльність за рахунок власного акціонерного капіталу (50 тис. простих акцій; ринкова ціна акції 30 грн) та довгострокового банківського кредиту на суму 100 тис. грн під 15% річних, планує реалізувати інвестиційний проект вартістю 100 тис. грн. Підприємство розглядає варіанти фінансування проекту:

1) за рахунок додаткової емісії простих акцій;
2) за рахунок залучення банківського кредиту під 17% річних; 3) навпіл за рахунок простих акцій та довгострокового банківського кредиту.

Оберіть оптимальну структуру фінансування проекту за критерієм максимізації чистого прибутку на одну просту акцію. Оцініть точки байдужості різних варіантів фінансування.

РОЗДІЛ 5

УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Глава 11

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ ПІДПРИЄМСТВА

11.1. Економічна сутність та класифікація інвестицій підприємства

Інвестиції підприємства – це вкладення капіталу у всіх його формах у різні об’єкти (інструменти) його господарської діяльності з метою отримання прибутку, а також досягнення іншого економічного або позаекономічного ефекту, здійснення якого ґрунтується на ринкових принципах і пов’язане з факторами часу, ризику й ліквідності.

Інвестиції підприємства класифікуються за основними ознаками, показаними на рис. 11.1.

За об’єктами вкладення капіталу розрізняють реальні й фінансові інвестиції підприємства.

Реальні (або капіталоутворюючі) інвестиції характеризують вкладення капіталу у відтворення основних засобів, в інноваційні нематеріальні активи (інноваційні інвестиції), у приріст запасів товарно-матеріальних цінностей та інші об’єкти інвестування, пов’язані зі здійсненням операційної діяльності підприємства або поліпшенням умов праці й побуту персоналу.

Фінансові інвестиції характеризують вкладення капіталу у різні фінансові інструменти інвестування, головним чином у цінні папери, з метою отримання доходу.

За характером участі в інвестиційному процесі виділяють прямі й непрямі інвестиції.

Прямі інвестиції передбачають пряму участь інвестора у виборі об’єктів інвестування і вкладення капіталу. Зазвичай прямі інвестиції здійснюються шляхом безпосереднього вкладення капіталу у статутні фонди інших підприємств. Пряме інвестування здійснюють в основному підготовлені інвестори, що мають досить точну інформацію про об’єкт інвестування і добре знайомі з механізмом інвестування.

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ



Рис. 11.1. Класифікація інвестицій підприємства за основними ознаками

Непрямі інвестиції характеризують вкладення капіталу інвестора, опосередковане іншими особами (фінансовими посередниками).

За відтворювальною спрямованістю виділяють валові, реноваційні й чисті інвестиції.

Валові інвестиції характеризують загальний обсяг капіталу, що інвестується у відтворення основних засобів і нематеріальних активів у певному періоді. В економічній теорії поняття валових інвестицій пов'язується, як правило, із вкладенням капіталу в реальний сектор економіки. На рівні підприємства під цим терміном часто розуміють загальний обсяг інвестованого капіталу у тому або іншому періоді.

Реноваційні інвестиції характеризують обсяг капіталу, що інвестується у просте відтворення основних засобів та нематеріальні активи, які амортизуються. У кількісному вираженні реноваційні інвестиції зазвичай прирівнюються до суми амортизаційних відрахувань у певному періоді.

Чисті інвестиції характеризують обсяг капіталу, що інвестується у розширене відтворення основних засобів і нематеріальних активів. В економічній теорії під цим терміном розуміється чисте капіталоутворення в реальному секторі економіки. У кількісному вираженні чисті інвестиції є сумою валових інвестицій, зменшену на суму амортизаційних відрахувань по усіх видах капітальних активів підприємства у певному періоді, які амортизуються.

За ступенем залежності від доходів розділяють похідні й автономні інвестиції.

Похідні інвестиції прямо корелюють з динамікою обсягу чистого доходу (прибутку) через механізм його розподілу на споживання й заощадження.

Автономні інвестиції характеризують вкладення капіталу, ініційоване дією факторів, не пов'язаних з формуванням і розподілом чистого доходу (прибутку), наприклад, технологічним прогресом, необхідністю здійснення природоохоронних заходів та інших.

По відношенню до підприємства-інвестора виділяють внутрішні й зовнішні інвестиції.

Внутрішні інвестиції характеризують вкладення капіталу у розвиток операційних активів самого інвестора.

Зовнішні інвестиції – це вкладення капіталу в реальні активи інших підприємств або у фінансові інструменти інвестування, що емітуються іншими суб'єктами господарювання.

За періодом здійснення виділяють короткострокові і довгострокові інвестиції підприємства.

Короткострокові інвестиції характеризують вкладення капіталу на період до одного року. Основу короткострокових інвестицій підприємства становлять його короткострокові фінансові вкладення.

Довгострокові інвестиції характеризують вкладення капіталу на період більше одного року. Основною формою довгострокових інвестицій підприємства є його капітальні вкладення у відтворення основних засобів.

За сумісністю здійснення розрізняють інвестиції незалежні, взаємозалежні і взаємовиключні.

Незалежні інвестиції характеризують вкладення капіталу у такі об'єкти інвестування (інвестиційні проекти, фінансові інструменти), які можуть бути реалізовані як автономні (незалежні від інших об'єктів інвестування і не виключають їх) у загальній інвестиційній програмі (інвестиційному портфелі) підприємства.

Взаємозалежні інвестиції характеризують вкладення капіталу у такі об'єкти інвестування, черговість реалізації або наступна експлуатація яких залежить від інших об'єктів інвестування і може здійснюватися лише у комплексі з ними.

Взаємовиключні інвестиції мають, як правило, аналоговий характер по цілях їх здійснення, характеру технології, номенклатурі продукції та іншим основним параметрам і вимагають альтернативного вибору.

За рівнем дохідності виділяють наступні види інвестицій.

Високододісні інвестиції. Вони характеризують вкладення капіталу в інвестиційні проекти або фінансові інструменти, очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку по яким істотно перевищує середню норму цього прибутку на інвестиційному ринку.

Середньододісні інвестиції. Очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку по інноваційних проектах і фінансових інструментах інвестування цієї групи приблизно відповідає середній нормі інвестиційного прибутку, що склався на інвестиційному ринку.

Низькододісні інвестиції. По цій групі об'єктів інвестування очікуваний рівень чистого інвестиційного прибутку зазвичай є значно нижчим середньої норми цього прибутку.

Недодісні інвестиції. Вони представляють групу об'єктів інвестування, вибір і здійснення яких інвестор не пов'язує з отриманням інвестиційного прибутку. Такі інвестиції, як правило, мають на меті отримання соціального, екологічного та інших видів позакоекономічного ефекту.

За рівнем інвестиційного ризику виділяють наступні види інвестицій.

Безризикові інвестиції. Вони характеризують вкладення коштів у такі об'єкти інвестування, по яких відсутній реальний ризик втрати капіталу або очікуваного доходу і практично гарантоване одержання розрахункової реальної суми чистого інвестиційного прибутку.

Низькоризикові інвестиції. Вони характеризують вкладення капіталу в об'єкти інвестування, ризик по яких є значно нижчий середньоринкового.

Середньоризикові інвестиції. Рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи приблизно відповідає середньоринковому.

Високоризикові інвестиції. Рівень ризику по об'єктах інвестування цієї групи зазвичай істотно перевищує середньоринковий. Особливе місце у цій групі займають так звані спекулятивні інвестиції, що характеризуються вкладенням капіталу у найбільш ризикові проекти або інструменти інвестування, по яких очікується найвищий рівень інвестиційного доходу.

За рівнем ліквідності інвестиції підприємства підрозділяються на наступні основні види.

Високоліквідні інвестиції. До них належать такі об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які швидко можуть бути конверсовані у грошову форму (як правило, у строк до одного місяця) без відчутних втрат своєї поточної ринкової вартості. Основним видом високоліквідних інвестицій підприємства є короткострокові фінансові інвестиції.

Середньоліквідні інвестиції. Вони характеризують групу об'єктів (інструментів) інвестування підприємства, які можуть бути конверсовані у грошову форму без відчутних втрат своєї поточної ринкової вартості у строк від одного до шести місяців.

Низьколіквідні інвестиції. До них належать об'єкти (інструменти) інвестування підприємства, які можуть бути конверсовані у грошову форму без втрат своєї поточної ринкової вартості після закінчення значного періоду часу (від півроку і вище). Основним видом низьколіквідних інвестицій є незавершені інвестиційні проекти, реалізовані інвестиційні проекти із застарілою технологією, які не котируються на фондовому ринку, акції окремих маловідомих підприємств.

Неліквідні інвестиції. Вони характеризують такі види інвестицій підприємства, які не можуть бути самостійно реалізовані (вони можуть бути продані на інвестиційному ринку лише у складі цілісного майнового комплексу).

За формою власності інвестиційного капіталу виділяють приватні, державні і змішані інвестиції.

Приватні інвестиції характеризують вкладення капіталу фізичних осіб, а також юридичних осіб недержавних форм власності.

Державні інвестиції характеризують вкладення капіталу державних підприємств, а також коштів державного бюджету різних його рівнів і державних позабюджетних фондів.

Змішані інвестиції припускають вкладення як приватного, так і державного капіталу в об'єкти інвестування підприємства.

За характером використання капіталу в інвестиційному процесі виділяють первинні інвестиції, реінвестиції та дезінвестиції.

Первинні інвестиції характеризують використання новосформованого для інвестиційних цілей капіталу за рахунок як власних, так і позикових фінансових ресурсів.

Реінвестиції – це повторне використання капіталу в інвестиційних цілях за умови попереднього його вивільнення у процесі реалізації раніше обраних інвестиційних проектів, інвестиційних товарів або фінансових інструментів інвестування.

Дезінвестиції є процесом вилучення раніше інвестованого капіталу з інвестиційного обороту без наступного його використання в інвестиційних цілях (наприклад, для покриття збитків підприємства). Їх можна охарактеризувати як негативні інвестиції підприємства.

За регіональними джерелами залучення капіталу виділяють вітчизняні та іноземні інвестиції.

Вітчизняні інвестиції характеризують вкладення національного капіталу (домашніх господарств, підприємств або державних органів) у різноманітні об'єкти інвестування резидентами даної країни.

Іноземні інвестиції характеризують вкладення капіталу нерезидентами (юридичними або фізичними особами) в об'єкти (інструменти) інвестування даної країни.

За регіональною спрямованістю капіталу, що інвестується, розрізняють інвестиції на внутрішньому і міжнародному ринках.

Інвестиції на внутрішньому ринку характеризують вкладення капіталу як резидентів, так і нерезидентів на території даної країни

Інвестиції на міжнародному ринку (або міжнародні інвестиції) характеризують вкладення капіталу резидентів даної країни за межами її внутрішнього ринку.

За галузевою спрямованістю інвестицій розділяються у розрізі окремих галузей і сфер діяльності відповідно до їхнього класифікатора.

Така форма класифікації інвестицій пов'язана з державним регулюванням інвестиційного процесу у масштабах країни, а також оцінкою інвестиційної привабливості окремих галузей (сфер діяльності) у процесі реального й фінансового інвестування підприємства.

Незважаючи на досить значний перелік розглянутих класифікаційних ознак, він не вичерпує усього різноманіття видів інвестицій підприємства, які використовуються в науковій термінології і практиці інвестиційного менеджменту. Низка цих термінів буде додатково розглянута у процесі викладу конкретних питань управління інвестиціями підприємства.

11.2. Сутність та завдання управління інвестиціями

Управління інвестиціями – система принципів і методів розробки й реалізації управлінських рішень, які пов'язані зі здійсненням різних аспектів інвестиційної діяльності підприємства. Воно органічно входить у загальну систему управління фінансами та є однією з основних функціональних його підсистем, що забезпечує реалізацію переважно стратегічних рішень.

Головну мету управління фінансами – забезпечення максимізації добробуту власників підприємства шляхом формування ефективних напрямів зростання його ринкової вартості – управління інвестиціями реалізує найбільш активним способом і в найбільш широкому діапазоні параметрів.

У процесі реалізації своєї мети управління інвестиціями підприємства спрямоване на рішення наступних основних завдань (рис. 11.2).

1. Забезпечення достатньої інвестиційної підтримки високих темпів розвитку операційної діяльності підприємства. Це завдання реалізується шляхом визначення потреби в обсягах інвестування для рішення стратегічних цілей розвитку операційної діяльності підприємства на окремих його етапах; забезпечення високих темпів розширеного відтворення необоротних операційних активів; формування ефективної і збалансованої інвестиційної програми підприємства на майбутній період.



Рис. 11.2. Основні завдання управління інвестиціями підприємства

2. Забезпечення максимальної дохідності (прибутковості) окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства у цілому за умов передбаченого рівня інвестиційного ризику. Максимізація прибутковості інвестицій досягається за рахунок вибору підприємством найбільш ефективних (за показником чистого інвестиційного прибутку) інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування. Вирішуючи це завдання, необхідно мати на увазі, що максимізація рівня дохідності (чистого інвестиційного прибутку) досягається, як правило, при істотному зростанні рівня інвестиційних ризиків, оскільки між цими двома показниками існує прямий зв'язок. Саме тому максимізація рівня дохідності (прибутковості) інвестицій має забезпечуватися у межах припустимого інвестиційного ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням менталітету їх інвестиційної поведінки (відношення до ступеня ризику при здійсненні інвестиційної діяльності).

3. Забезпечення мінімізації інвестиційного ризику окремих реальних і фінансових інвестицій та інвестиційної діяльності підприємства у цілому за умов передбаченого рівня їх дохідності (прибутковості). Якщо рівень дохідності (прибутковості) інвестицій заданий або спланований заздалегідь, важливим завданням є зниження рівня інвестиційного ризику окремих видів інвестицій та інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) у цілому, що забезпечують досягнення цієї дохідності (прибутковості). Така мінімізація рівня інвестиційного ризику може бути забезпечена шляхом диверсифікації інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування; запобігання окремим видам інвестиційних ризиків і їх передачі партнерам по інвестиційній діяльності; ефективними формами їхнього внутрішнього і зовнішнього страхування.

4. Забезпечення оптимальної ліквідності інвестицій і можливостей швидкого реінвестування капіталу при змінах зовнішніх і внутрішніх умов здійснення інвестиційної діяльності. Мінливий інвестиційний клімат країни, зміна кон'юнктури інвестиційного ринку у цілому або його окремих сегментів, зміна стратегічних цілей розвитку чи фінансового потенціалу підприємства можуть призвести до зниження очікуваного рівня дохідності (прибутковості) окремих інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування. У зв'язку з цим важливу роль здобуває своєчасне реінвестування капіталу у найбільш дохідні (прибуткові) об'єкти інвестування, що забезпечують необхідний рівень ефективності інвестиційної діяльності у цілому. Найважливішою умовою забезпечення можливостей такого реінвестування капіталу

виступає оптимізація рівня ліквідності сформованої підприємством інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) у розрізі складових її інвестиційних проектів (фінансових інструментів інвестування). У цьому випадку йдеться про оптимізацію, тому що максимізація рівня ліквідності інвестиційної програми (портфеля), як правило, супроводжується зниженням ефективності інвестиційної діяльності, а його мінімізація призводить до зниження можливостей інвестиційного маневру і втрати платоспроможності при порушенні фінансової рівноваги підприємства у процесі інвестування.

5. Забезпечення формування достатнього обсягу інвестиційних ресурсів відповідно до прогнозних обсягів інвестиційної діяльності. Це завдання вирішується шляхом збалансування обсягу інвестиційних ресурсів, які залучаються у всіх їхніх формах (грошовій, товарній, нематеріальній) із прогнозними обсягами інвестиційної діяльності підприємства у сфері реального й фінансового інвестування. Важливу роль у реалізації цього завдання відіграє обґрунтування схем фінансування окремих реальних проектів та оптимізація структури джерел залучення капіталу для здійснення інвестиційної діяльності підприємства у цілому, а також розробка системи заходів щодо залучення різних форм капіталу, що інвестується, із передбачених джерел.

6. Пошук шляхів прискорення реалізації діючої інвестиційної програми підприємства. Намічені до реалізації інвестовані проекти, що входять до складу інвестиційної програми підприємства, мають виконуватися якнайшвидше, виходячи з наступних мотивів: насамперед, високі темпи реалізації кожного інвестиційного проекту сприяють прискоренню економічного розвитку підприємства у цілому; крім того, чим швидше реалізується той або інший інвестиційний проект, тим швидше починає формуватися додатковий чистий грошовий потік підприємства у вигляді чистого інвестиційного прибутку та амортизаційних відрахувань; прискорення реалізації інвестиційної програми підприємства скорочує строки використання кредитних ресурсів (зокрема, по тих інвестиційних проектах, які фінансуються із залученням позикового капіталу); нарешті, швидка реалізація інвестиційних проектів, що входять до складу інвестиційної програми підприємства, сприяє зниженню рівня інвестиційних ризиків, які генеруються зміною кон'юнктури інвестиційного ринку, погіршенням інвестиційного клімату у країні, інфляцією та іншими факторами.

7. Забезпечення фінансової рівноваги підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності. Така рівновага характеризується

високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на усіх етапах його розвитку. Вона є однією з найважливіших умов здійснення підприємством ефективної інвестиційної діяльності. Це пов'язане зі значним відволіканням у процесі інвестування фінансових ресурсів у більших розмірах і, як правило, на тривалий період. Окрім того, грошові потоки по інвестиційній діяльності відрізняються істотною нерівномірністю. Тому, здійснюючи інвестиційну діяльність у всіх її аспектах, підприємство повинне заздалегідь прогнозувати, який вплив вона матиме на рівень фінансової стійкості і платоспроможності підприємства, а також оптимізувати у цих цілях структуру інвестованого капіталу та інвестиційні грошові потоки.

Усі розглянуті завдання управління інвестиціями підприємства є взаємозалежними, хоча окремі з них мають різноспрямований характер (наприклад, забезпечення максимізації прибутковості інвестицій при мінімізації інвестиційного ризику, забезпечення фінансової рівноваги підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності й забезпечення максимальної прибутковості інвестицій тощо). Тому у процесі управління інвестиційною діяльністю підприємства окремі завдання повинні бути оптимізовані між собою для ефективної реалізації його головної мети. Ранжирування окремих завдань управління інвестиціями здійснюється шляхом визначення значимості (ваги завдання) кожного з них, виходячи із пріоритетності з позицій розвитку підприємства і зростання його ринкової вартості.

11.3. Принципи формування інвестиційної політики підприємства

Інвестиційна політика є частиною загальної фінансової стратегії підприємства, що полягає у виборі й реалізації найбільш ефективних форм його реальних і фінансових інвестицій з метою забезпечення високих темпів його розвитку і постійного зростання його ринкової вартості.

Розробка загальної інвестиційної політики підприємства охоплює основні етапи, показані на рис. 11.3.

1. Аналіз інвестиційної діяльності підприємства у попередньому періоді. Основною метою такого аналізу є усебічна оцінка внутрішнього інвестиційного потенціалу підприємства та ефективності його інвестиційної діяльності.

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ



Рис. 11.3. Основні етапи розробки інвестиційної політики підприємства

На першій стадії аналізу вивчаються загальний обсяг інвестиційної діяльності підприємства по окремих етапах розглянутого періоду, темпи динаміки цього показника у зіставленні з темпами розвитку сукупної суми операційних активів, власного капіталу й обсягу реалізації продукції.

На другій стадії аналізу досліджується співвідношення окремих напрямів інвестиційної діяльності підприємства – обсягів його реального й фінансового інвестування. Темпи динаміки цих обсягів інвестування зіставляються між собою, визначається питома вага кожного з напрямів інвестування, досліджується їхня роль у розвитку підприємства.

На третій стадії аналізу розглядається рівень диверсифікованості інвестиційної діяльності підприємства у галузевому й регіональному розрізах, визначається ступінь відповідності цього рівня галузевій і регіональній політиці розвитку його операційної діяльності.

На четвертій стадії аналізу вивчається динаміка обсягу й складу інвестиційних ресурсів підприємства, їх відповідність загальній політиці формування капіталу. У процесі цієї стадії визначаються вартість залучення інвестиційних ресурсів з окремих джерел; співвідношення власного й позикового капіталу, залученого в інвестиційних цілях; можливості збільшення обсягу залучення інвестиційних ресурсів з окремих джерел.

На п'ятій стадії аналізу визначається ефективність інвестиційної діяльності підприємства у досліджуваному періоді. З цією метою використовується система показників рентабельності інвестиційної діяльності у цілому, у тому числі по напрямках інвестування; здійснюється порівняння цих показників з рентабельністю активів і власного капіталу; розглядаються показники оборотності інвестиційних ресурсів; методами факторного аналізу встановлюється ступінь впливу окремих показників ефективності інвестиційної діяльності на зростання ринкової вартості підприємства.

2. Дослідження і врахування умов зовнішнього інвестиційного середовища та кон'юнктури інвестиційного ринку. У процесі такого дослідження вивчаються правові умови інвестиційної діяльності у цілому і у розрізі окремих форм інвестування («інвестиційний клімат»); аналізуються поточна кон'юнктура інвестиційного ринку й фактори, що її визначають; прогнозується найближча кон'юнктура інвестиційного ринку у розрізі його окремих сегментів, пов'язаних з діяльністю підприємства.

Дослідження зовнішнього інвестиційного середовища й кон'юнктури інвестиційного ринку здійснюється методами стратегічного, технічного і фундаментального аналізу.

3. Врахування стратегічних цілей розвитку підприємства, що забезпечуються його майбутньою інвестиційною діяльністю. Характер цілей корпоративної і фінансової стратегій підприємства, які вимагають інвестиційної підтримки, варто розглядати як систему стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що повинна бути відображена у його інвестиційній політиці. При цьому варто мати на увазі, що об'єктивним фактором, який визначає спрямованість інвестиційної політики підприємства, є стадія життєвого циклу, у якій перебуває підприємство.

4. Вибір політики формування інвестиційних ресурсів підприємства. У процесі реалізації цього етапу розробки загальної інвестиційної політики підприємства прогнозується потенційна можливість формування інвестиційних ресурсів за рахунок власних фінансових джерел (з урахуванням передбачуваного розподілу загальної суми фінансових ресурсів у розрізі окремих напрямів діяльності підприємства). Крім того, з урахуванням досягнутої стратегічної фінансової позиції і прогнозованої ситуації на ринку капіталу, визначається можливість і доцільність залучення для інвестиційної діяльності позикових фінансових ресурсів. У процесі оптимізації структури джерел формування інвестиційних ресурсів забезпечується раціональне співвідношення власних і позикових джерел фінансування за окремими кредиторами і потоками майбутніх платежів з метою запобігання зниження фінансової стійкості й платоспроможності підприємства у майбутньому періоді.

Залежно від рівня ризиків, взятих на себе підприємством у процесі формування інвестиційних ресурсів, розрізняють три основних типи політики цього формування.

Консервативна політика формування інвестиційних ресурсів орієнтується переважно на власні внутрішні джерела їхнього залучення. Позикові фінансові ресурси для інвестиційної діяльності залучаються у мінімальному обсязі тільки для того, щоб забезпечити досягнення «критичної маси інвестицій» (мінімального обсягу інвестиційної діяльності, що дозволяє підприємству формувати чистий операційний прибуток). Така політика забезпечує високий рівень фінансової безпеки підприємства у процесі здійснення інвестиційної діяльності, однак істотно обмежує інвестиційні можливості його розвитку.

Помірна політика формування інвестиційних ресурсів орієнтується на цільову структуру капіталу по підприємству у цілому, що

визначена як стратегічний цільовий норматив його фінансового розвитку. Така цільова структура капіталу визначається на основі механізму фінансового левериджу й урівноважує показники темпів розвитку підприємства та його фінансової безпеки приблизно на середньогалузевому рівні.

Агресивна політика формування інвестиційних ресурсів орієнтована переважно на позикові джерела їхнього залучення. При такій політиці висока інвестиційна активність підприємства супроводжується генеруванням ризику втрати фінансової стійкості у процесі інвестиційної діяльності.

Конкретний вибір типу політики формування інвестиційних ресурсів визначається рівнем фінансової гнучкості підприємства, стадією його життєвого циклу, ступенем готовності до реалізації окремих інвестиційних проектів, рівнем їх очікуваної ефективності й низкою інших факторів.

Прогнозований з урахуванням вибраного типу політики обсяг формування інвестиційних ресурсів є об'єктивним верхнім обмежником загального обсягу інвестиційної діяльності підприємства у майбутньому періоді; об'єктивним нижнім обмежником цього показника є «критична маса інвестицій».

5. Обґрунтування типу інвестиційної політики за цілями вкладення капіталу з урахуванням ризикових переваг. На цьому етапі формування загальної інвестиційної політики підприємства визначається цільова функція його інвестиційної діяльності за критерієм співвідношення рівня її прибутковості й ризику. Такий критерій базується на загальній філософії фінансового управління підприємством, що входить до складу його стратегічного набору.

У теорії управління фінансами виділяють зазвичай три типи інвестиційної політики підприємства за критерієм ризикових уподобань інвестора – консервативну, помірну й агресивну.

Консервативна інвестиційна політика спрямована на мінімізацію інвестиційного ризику як пріоритетної мети. При здійсненні цієї політики інвестор не прагне ні до максимізації обсягу поточного доходу від інвестицій, ні до максимізації приросту капіталу (і, відповідно, до максимізації ринкової вартості підприємства), а піклується лише про безпеку вкладень капіталу. Формою реалізації такої політики є формування консервативної інвестиційної програми (консервативного інвестиційного портфеля).

Помірна (компромісна) інвестиційна політика спрямована на вибір таких об'єктів інвестування, по яких рівні поточної дохідності,

темпи росту капіталу й рівень ризику найбільшим чином наближені до середньоринкового. При реалізації цієї політики підприємство не прагне до максимізації свого інвестиційного доходу й уникає вкладень капіталу у високо ризикові об'єкти інвестування, одночасно відкидаючи низько-дохідні інвестиційні проекти і фінансові інструменти інвестування, формою реалізації такої політики є створення помірної інвестиційної програми (помірного інвестиційного портфеля).

Агресивна інвестиційна політика спрямована на максимізацію поточного доходу від вкладень капіталу у найближчому періоді. При здійсненні цієї політики оцінці і врахуванню рівня інвестиційного ризику й можливостям зростання ринкової вартості підприємства у віддаленій перспективі приділяється допоміжна роль. Відповідно, при такій інвестиційній політиці підприємство уникає вкладень капіталу у реальні проекти з більшим інвестиційним циклом, в акції з низьким рівнем дивідендів, в облігації з віддаленим періодом погашення тощо. Така політика реалізується шляхом формування агресивної інвестиційної програми (агресивного інвестиційного портфеля).

Вибір конкретного типу інвестиційної політики підприємства по цілях вкладення капіталу з урахуванням ризикових уподобань його власників і менеджерів здійснюється з урахуванням наступних факторів:

- фінансової філософії підприємства;
- вибраного типу корпоративної і фінансової стратегії підприємства;
- наявності необхідного вибору на інвестиційному ринку відповідних реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування;
- фінансового стану підприємства.

6. Формування інвестиційної політики підприємства по основних напрямках інвестування. На цьому етапі формування інвестиційної політики підприємства визначається співвідношення обсягів реального й фінансового інвестування у процесі його майбутньої інвестиційної діяльності. Оптимізація цього співвідношення базується на врахуванні низки об'єктивних зовнішніх і внутрішніх факторів, основними з яких є:

- *Функціональна спрямованість діяльності підприємства* істотно впливає на співвідношення напрямів реального й фінансового інвестування. Підприємства – інституціональні інвестори здійснюють свою інвестиційну діяльність переважно на ринку цінних паперів. Отже, основним напрямом їхньої довгострокової інвестиційної діяльності буде інвестування в акції, облігації, ощадні сертифікати та інші фондові

інструменти. Питома вага реального інвестування у таких підприємств може коливатися лише у межах, дозволених законодавством для кожної із цих груп інвесторів.

У той же час у підприємств, що здійснюють виробничу діяльність, переважним напрямом інвестування будуть реальні вкладення (у формі капітальних вкладень, купівлі об'єктів приватизації тощо). Саме цей напрям інвестування дозволяє таким підприємствам розвиватися найбільш високими темпами, освоювати нові види продукції, проникати на нові товарні й регіональні ринки.

Фінансові інвестиції таких підприємств пов'язані, як правило, з короткостроковими вкладеннями тимчасово вільних коштів або здійснюються з метою встановлення контролю (впливу) за діяльністю окремих фірм (підприємства-партнери; підприємства-конкуренти тощо).

- *Стадія життєвого циклу підприємства* визначає потреби й можливості здійснення різних напрямів інвестування. Так, на стадіях «дитинство» і «юність» переважна частка інвестицій, що здійснюються підприємством, має реальну форму; на стадії «ранньої зрілості» цей напрям інвестицій також переважає; лише на стадії «остаточної зрілості» підприємства можуть дозволити собі істотне розширення питомої ваги фінансових інвестицій.

- *Розміри підприємства* опосередковано впливають на співвідношення напрямів реального й фінансового інвестування через можливий обсяг формування інвестиційних ресурсів. У невеликих і середніх підприємств, вільний доступ яких до позикових фінансових ресурсів обмежений, є певні складності формування «критичної маси інвестицій», яка забезпечує рентабельний розвиток операційної діяльності. У зв'язку з цим, інвестиційна діяльність невеликих і середніх виробничих підприємств сконцентрована переважно на реальному інвестуванні, оскільки для здійснення фінансових інвестицій у них відсутні відповідні ресурси. У той же час у великих підприємств рівень фінансової гнучкості (доступ до зовнішніх джерел фінансування) більш високий, що надає їм можливість здійснювати фінансове інвестування у більш широких масштабах.

- *Характер стратегічних змін операційної діяльності* визначає різну циклічність формування й використання інвестиційних ресурсів, а, відповідно, і форми їх залучення в інвестиційному процесі. У сучасній літературі виділяється дві принципові характеристики стратегічних змін операційної діяльності підприємства – поступові й переривчасті зміни. *Поступові стратегічні зміни* характеризуються внутрішньою логікою

динаміки операційної діяльності і пов'язані з відносно незначними обсягами її нарощення у розрізі окремих інтервалів стратегічного періоду. *Переривчасті стратегічні зміни* характеризуються істотними відхиленнями обсягів операційної діяльності від традиційного вектора росту і здійснюються стрибкоподібно.

При поступових стратегічних змінах операційної діяльності сформовані підприємством інвестиційні ресурси споживаються, як правило, у межах кожного з інтервалів стратегічного періоду на потреби реального інвестування. У цих умовах фінансове інвестування має короткостроковий характер використання тимчасово вільних інвестиційних ресурсів і здійснюється у невеликих обсягах. При переривчастих стратегічних змінах операційної діяльності у підприємств накопичується досить значний обсяг тимчасово не використовуваних інвестиційних ресурсів, що може бути задіяний у процесі фінансового інвестування – як коротко-, так і довгострокового.

- *Прогнозна ставка відсотка на фінансовому ринку* впливає на співвідношення напрямів реального й фінансового інвестування підприємства через механізм формування норми чистого інвестиційного прибутку. У реальному інвестуванні зростання ставки відсотка викликає відповідне зниження норми чистого інвестиційного прибутку, оскільки за інших рівних умов збільшує вартість інвестиційних ресурсів, які залучаються. У фінансовому інвестуванні спостерігається протилежна тенденція – зі зростанням ставки відсотка норма чистого інвестиційного прибутку по більшості фінансових інструментів зростає.

- *Прогнозний темп інфляції* впливає на співвідношення напрямів реального й фінансового інвестування підприємства у зв'язку з різним рівнем протиінфляційної захищеності об'єктів (інструментів) інвестування. Реальні інвестиції мають високий рівень протиінфляційного захисту, тому що ціни на об'єкти реального інвестування зростають, як правило, пропорційно темпу інфляції. У той же час рівень протиінфляційного захисту більшості фінансових інструментів інвестування дуже слабкий – у процесі інфляції знецінюється не тільки обсяг очікуваного інвестиційного прибутку, але й вартість самих інструментів інвестування, що підлягають наступному погашенню. Відповідно, прогнозне зростання темпів інфляції буде спричиняти підвищення частки реального інвестування, тоді як прогнозне зниження темпів інфляції призведе до активізації фінансового інвестування підприємства.

Альтернативність майбутнього вибору напрямів реального й фінансового інвестування на окремих етапах майбутнього періоду може визначатися соціальними, екологічними, іміджевими та іншими інституціональними факторами.

З урахуванням цих факторів у процесі формування інвестиційної політики співвідношення різних напрямів інвестування диференціюється по окремих інтервалах майбутнього періоду.

7. Формування інвестиційної політики підприємства у галузевому розрізі. Визначення галузевої спрямованості інвестиційної діяльності є найбільш складним завданням розробки інвестиційної політики. Вона вимагає послідовного підходу до прогнозування інвестиційної діяльності у взаємозв'язку із загальною корпоративною стратегією розвитку підприємства.

На першій стадії досліджується доцільність галузевої концентрації або диверсифікованості інвестиційної діяльності. Як правило, початкові етапи діяльності підприємства пов'язані з концентрацією її на одній галузі, яка є найбільш знайомою інвесторам. Огляд західної практики показує, що багато хто з найбільш успішних інвесторів досягли високого рівня добробуту, використовуючи стратегію концентрації, тобто не виходячи за межі моногалузевої діяльності. Особливо яскраві приклади дає нам виробництво окремих видів наукомісткої продукції (комп'ютерна техніка, комп'ютерні програми тощо) або продукції, яка задовольняє нові потреби великого кола споживачів. У той же час слід зазначити, що серед інвесторів, котрі використовують цю стратегію, спостерігається найбільше число банкрутств. Це викликано тим, що концентрація пов'язана з більш високим рівнем інвестиційних ризиків, аніж можуть дозволити собі багато інвесторів.

Стратегія галузевої концентрації (якщо вона, незважаючи на високий рівень ризику, все-таки обирається інвестором) може бути використана лише на перших трьох стадіях життєвого циклу підприємства, тому що при сприятливих обставинах вона може забезпечити найбільш високі темпи виробничого розвитку або збільшення капіталу. На наступних стадіях життєвого циклу підприємства у міру задоволення потреби в продукції (товарах, послугах) основного контингенту споживачів їй на зміну має прийти стратегія галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності.

На другій стадії досліджується доцільність різних форм галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності у межах певної групи галузей. Такими групами можуть бути галузі сільськогосподарського виробництва, харчової промисловості, транспорту тощо. Подібна галузева диверсифікація дозволяє інвесторові більш широко використовувати накопичений досвід у сфері маркетингу, виробничих технологій тощо, а, отже, більшим чином визначати ефективність інвестування. Окрім того, використання галузевої диверсифікації навіть за таких обмежень дозволяє істотно знизити рівень інвестиційних ризиків.

Диверсифікація інвестиційної діяльності підприємства у межах певної групи галузей пов'язана з формуванням «стратегічних зон господарювання» (таке формування здійснюється у процесі розробки загальної стратегії економічного розвитку компанії). На стратегічній зоні господарювання лежить повна відповідальність за розробку асортиментів конкурентоспроможної продукції, ефективної збутової стратегії та інвестиційної стратегії, що також їх забезпечує.

Разом з тим, така стратегія інвестиційної діяльності теж не позбавлена певних недоліків. Основний з них полягає у тому, що суміжні галузі у межах їх визначеної групи мають, як правило, аналогічний у часі галузевий життєвий цикл, що підсилює інвестиційний ризик, особливо у традиційних галузях економіки. Крім того, продукція таких галузей зазвичай піддається впливу однакових у часі кон'юнктурних циклів, що ще більше підсилює інвестиційний ризик в окремі несприятливі періоди. Саме тому використання стратегії диверсифікації інвестиційної діяльності у межах певної групи галузей є ефективним лише при сприятливому прогнозі кон'юнктури відповідних товарних ринків.

На третій стадії досліджується доцільність різних форм диверсифікації інвестиційної діяльності у розрізі різних не пов'язаних між собою груп галузей. Необхідність використання такої стратегії визначається тим, що для багатьох великих і середніх компаній, які здійснюють свою діяльність протягом тривалого періоду, традиційно вибрані галузі (окремі або у межах певних груп) стримують темпи перспективного розвитку, отримання високої віддачі від інвестицій, а іноді визначають їхню стратегічну уразливість у конкурентній боротьбі. Забезпечити нові можливості розвитку для таких підприємств може інвестування в інші альтернативні групи галузей.

Умовою здійснення подібної диверсифікації інвестиційної діяльності є формування так званих «стратегічних центрів господарювання», до складу яких включаються кілька стратегічних зон господарювання (система таких стратегічних центрів господарювання уперше була реалізована в американській фірмі «Дженерал електрик», що дозволило їй значно підвищити ефективність інвестиційної й господарської діяльності). Стратегічний центр господарювання повністю формує свою інвестиційну стратегію, що є самостійним складовим елементом інвестиційної політики компанії. За рахунок вибору галузей з різними стадіями життєвого циклу і різними у часі коливаннями кон'юнктури на їхню продукцію істотно знижується рівень інвестиційних ризиків.

Диверсифікація інвестиційної діяльності, що здійснюється у процесі другого й третього етапів розробки галузевої спрямованості інвестиційної політики, дозволяє отримати ефект синергізму, при якому загальний ефект полігалузевої діяльності підприємства є значно вищим, аніж ефект його окремих галузевих підрозділів. Для отримання ефекту синергізму у процесі галузевої диверсифікації інвестиційної діяльності підприємство може обрати наступальну *інвестиційну політику*, коли в якості критерію пошуку об'єктів інвестування використовують майбутні переваги галузевого конгломерату, або *захисну інвестиційну стратегію*, коли пошук об'єктів інвестування спрямований на усунення слабких місць окремих галузевих виробництв.

Таким чином, з галузевим вибором інвестиційної діяльності пов'язані дві принципові інвестиційні політики – *конкурентна*, спрямована на забезпечення максимізації інвестиційного прибутку у межах однієї галузі, і *портфельна*, яка дозволяє максимізувати інвестиційний прибуток (при одночасному зниженні рівня інвестиційного ризику) за рахунок правильного сполучення підрозділів міжгалузевої спрямованості.

Галузева диверсифікація інвестиційної політики здійснюється з урахуванням попередньої оцінки прогностичного розвитку окремих галузей (або їхніх груп).

8. Формування інвестиційної політики підприємства у регіональному розрізі. Необхідність здійснення цього етапу розробки інвестиційної політики підприємства визначається двома основними умовами.

Першою умовою, що визначає необхідність такої розробки, є *розмір підприємства*. Переважна більшість невеликих фірм і значна частина середніх підприємств здійснюють свою діяльність у межах одного регіону за місцем проживання інвесторів. Для таких фірм можливості регіональної диверсифікованості інвестиційної діяльності (особливо у частині реальних інвестицій) обмежені через недостатній обсяг інвестиційних ресурсів та істотного ускладнення управління інвестиційною й господарською діяльністю. Принципова можливість регіональної диверсифікації можлива лише при фінансових інвестиціях, однак їх обсяг у таких підприємств невеликий, тому інвестиційні рішення можуть прийматися не в межах розроблювальної політики, а при формуванні інвестиційного портфеля (тобто на стадії тактичного управління інвестиційною діяльністю).

Другою умовою, що визначає необхідність такої розробки, є *стадія життєвого циклу підприємства*. На перших стадіях його життєвого циклу господарська й інвестиційна діяльність зосереджуються, як правило, у межах одного регіону, і лише в міру подальшого розвитку підприємства виникає потреба у регіональній диверсифікації інвестиційної діяльності.

Основою розробки регіональної спрямованості інвестиційної діяльності є оцінка інвестиційної привабливості окремих регіонів країни.

9. Взаємоув'язка основних напрямів інвестиційної політики підприємства. У процесі цього етапу забезпечується погодженість окремих напрямів інвестиційної політики підприємства по обсягах, строках реалізації та інших параметрах.

При більших обсягах інвестиційної діяльності підприємства його інвестиційна політика диференціюється у розрізі реального й фінансового інвестування.

Глава 12

УПРАВЛІННЯ РЕАЛЬНИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

12.1. Форми реальних інвестицій та особливості фінансового управління ними

1. Реальні інвестиції здійснюються підприємствами у різноманітних формах, основними з яких є (рис. 12.1):

2. Придбання цілісних майнових комплексів є інвестиційною операцією великих підприємств, що забезпечує галузеву, товарну чи регіональну диверсифікацію їхньої діяльності. Ця форма реальних інвестицій має зазвичай «ефект синергізму», який полягає у зростанні сукупної вартості активів обох підприємств (порівняно з їх балансовою вартістю) за рахунок можливостей більш ефективного використання їхнього загального фінансового потенціалу, взаємного доповнення технологій і номенклатури продукції, що випускається, можливостей зниження рівня операційних витрат, спільного використання збутової мережі на різних регіональних ринках тощо.

3. Нове будівництво – це інвестиційна операція, пов'язана з будівництвом нового об'єкта із закінченим технологічним циклом по індивідуально розробленому чи типовому проекту на територіях, які для цього спеціально відводяться. До нового будівництва підприємство вдається при кардинальному збільшенні обсягів своєї операційної діяльності у майбутньому періоді, її галузевій, товарній чи регіональній диверсифікації (створенні філій, дочірніх підприємств тощо).



Рис. 12.1. Основні форми реального інвестування

Перепрофілювання діяльності (виробництва) реалізується через інвестиційну операцію, яка забезпечує повну зміну технологій виробничого процесу щодо випуску нової продукції.

4. Реконструкція пов'язана з істотним перетворенням усього виробничого процесу на підприємстві на основі сучасних науково-технічних досягнень. Її здійснюють відповідно до комплексного плану реконструкції підприємства з метою радикального збільшення його виробничого потенціалу, істотного підвищення якості продукції, що випускається, впровадження ресурсозберігаючих технологій тощо. У процесі реконструкції може здійснюватися розширення окремих виробничих будинків і приміщень (якщо нове технологічне обладнання не може бути розміщене у діючих приміщеннях); будівництво нових будинків і споруд того ж призначення замість ліквідованих на території діючого підприємства, подальша експлуатація яких з технологічних чи економічних причин визнана недоцільною.

5. Модернізація – як інвестиційна операція, пов’язана з удосконалюванням і приведенням активної частини виробничих основних засобів у стан, що відповідає сучасному рівню технологічних процесів, шляхом конструктивних змін основного парку машин, механізмів і устаткування, використаних підприємством у процесі операційної діяльності.

6. Оновлення окремих видів устаткування обумовлене необхідністю заміни (у зв’язку з фізичним зносом) чи доповнення (у зв’язку зі зростанням обсягів діяльності, з необхідністю підвищення продуктивності праці) наявного парку устаткування окремими новими їх видами, що не змінюють загальної схеми здійснення технологічного процесу. Оновлення окремих видів устаткування характеризує в основному процес простого відтворення активної частини виробничих основних засобів.

7. Інноваційне інвестування у нематеріальні активи спрямоване на використання в операційному та іншому видах діяльності підприємства нових наукових і технологічних знань з метою досягнення комерційного успіху. Інноваційні інвестиції у нематеріальні активи здійснюються у двох основних формах:

- а) шляхом придбання готової науково-технічної продукції та інших прав (придбання патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки і товарні знаки; придбання ноу-хау; ліцензій на франчайзинг тощо);
- б) шляхом розробки нової науково-технічної продукції як у рамках самого підприємства, так і на його замовлення відповідними інжиніринговими фірмами. Здійснення інноваційного інвестування у нематеріальні активи дозволяє суттєво підвищити технологічний потенціал підприємства у всіх сферах його господарської діяльності.

8. Інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів спрямоване на розширення обсягу використовуваних операційних обігових активів підприємства, що забезпечує необхідну пропорційність (збалансованість) розвитку необоротних та оборотних операційних активів у результаті здійснення інвестиційної діяльності. Необхідність цієї форми інвестування пов’язана з тим, що будь-яке розширення виробничого потенціалу, забезпечуване раніше розглянутими формами реального інвестування, визначає можливість випуску додаткового обсягу продукції. Однак ця можливість може бути реалізована тільки при відповідному збільшенні обсягу використання матеріальних оборотних активів окремих видів (запасів сировини, матеріалів, напівфабрикатів, малоцінних і швидкозношуваних предметів тощо).

Усі розглянуті форми реального інвестування можуть бути зведені до трьох основних його напрямів: *капітального інвестування* або *капітальних вкладень* (перші шість форм); *інноваційного інвестування* (сьома форма) та *інвестування у приріст оборотних активів* (восьма форма).

Вибір конкретних форм реального інвестування підприємства визначається завданнями галузевої, товарної і регіональної диверсифікації його діяльності, які спрямовані на збільшення обсягу операційного доходу, можливостями впровадження нових ресурсо- і трудозберігаючих технологій, що спрямовані на зниження рівня операційних витрат, а також потенціалом формування інвестиційних ресурсів – капіталу у грошовій та іншій формах, який залучається для здійснення вкладень в об'єкти реального інвестування.

Специфічний характер реального інвестування та його форм обумовлюють певні особливості його здійснення на підприємстві.

Управління реальними інвестиціями підприємства є системою принципів і методів підготовки, оцінки та реалізації найбільш ефективних реальних інвестиційних проектів, що спрямовуються на забезпечення досягнення його інвестиційних цілей.

Управління реальними інвестиціями підприємства у сучасних умовах ґрунтується на методології системи «Управління проектами» [Project Management] – новому науковому напрямі, що отримав широке розповсюдження у західних країнах з розвинутою ринковою економікою.

Управління проектами – це сучасна системна методологія здійснення усіх процесів розробки та реалізації інвестиційного проекту будь-якого виду протягом його життєвого циклу, що забезпечує ефективне досягнення його цілей.

З урахуванням методології Управління проектами будується загальний процес управління реальними інвестиціями підприємства. Цей процес здійснюється у розрізі таких основних етапів (рис. 10.2).

1. Аналіз стану реального інвестування у попередньому періоді спрямований на оцінку рівня інвестиційної активності підприємства у попередньому періоді і ступеня завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм.

На першій стадії аналізу досліджується динаміка загального обсягу інвестування капіталу у приріст реальних активів, питома вага реального інвестування у загальному обсязі інвестицій підприємства у передплановому періоді.

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

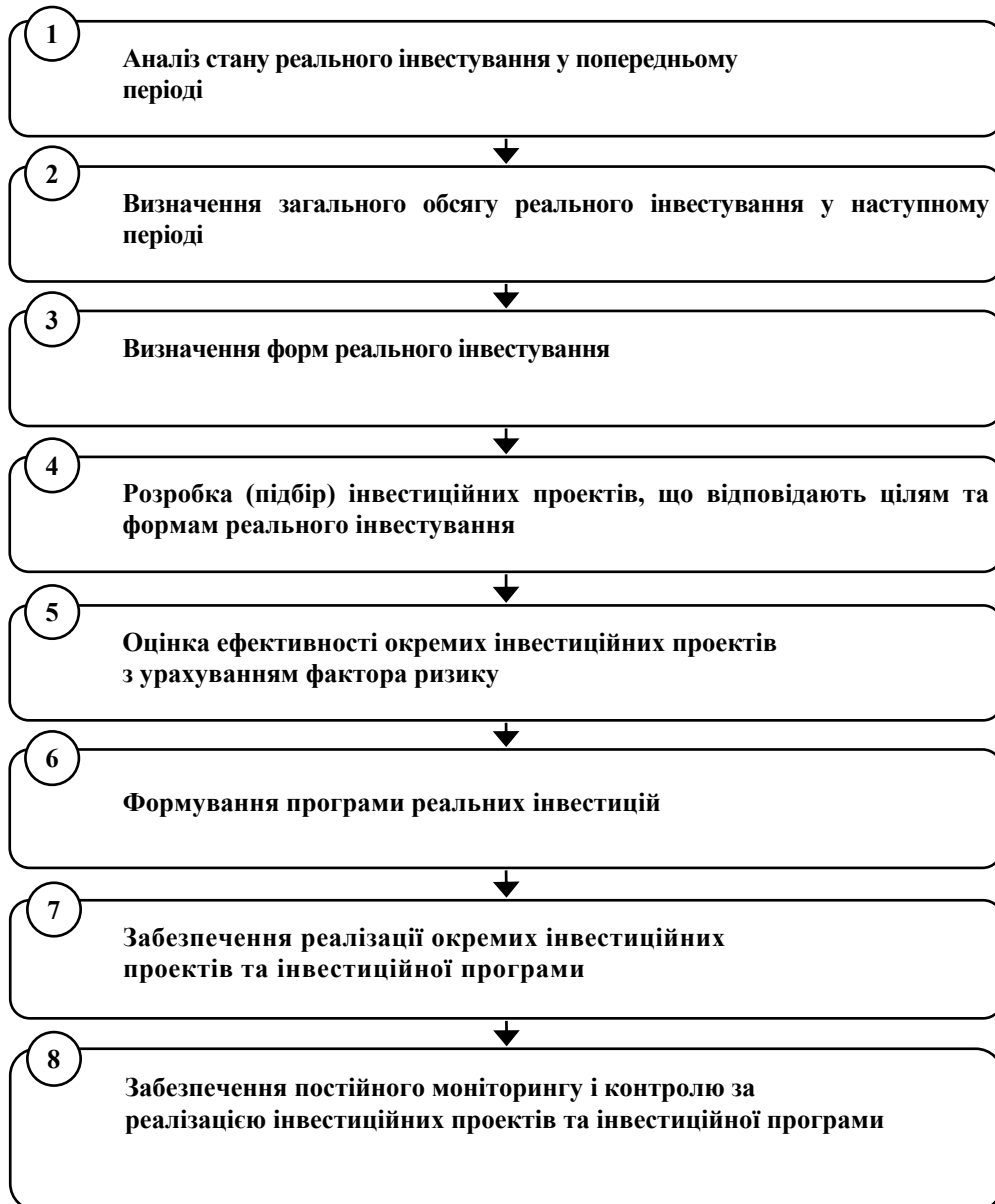


Рис. 12.2. Основні етапи здійснення фінансового управління реальними інвестиціями підприємства

На другій стадії аналізу розглядається ступінь реалізованості окремих інвестиційних проектів і програм, рівень освоєння інвестиційних ресурсів, що передбачені для цього, у розрізі об'єктів реального інвестування.

На третій стадії аналізу визначається рівень завершеності розпочатих раніше реальних інвестиційних проектів і програм, уточнюється обсяг інвестиційних ресурсів, які необхідні для їх повного завершення.

На четвертій стадії аналізу досліджується рівень ефективності завершених реальних інвестиційних проектів на експлуатаційному етапі, його відповідність проектним показникам.

2. Визначення загального обсягу реального інвестування у наступному періоді. Основою визначення цього показника є планований обсяг приросту основних засобів підприємства у розрізі окремих видів, а також нематеріальних і оборотних активів, що забезпечують приріст обсягів його виробничо-комерційної діяльності. Обсяг цього приросту уточнюється з урахуванням динаміки обсягів раніше незакінченого капітального будівництва (незавершених капітальних вкладень).

3. Визначення форм реального інвестування, що залежить від конкретних напрямів інвестиційної діяльності підприємства, які забезпечують відтворення його основних засобів і нематеріальних активів, а також розширення обсягу власних оборотних активів.

4. Розробка (відбір) інвестиційних проектів, які відповідають цілям та формам реального інвестування. Усі форми масштабних реальних інвестицій (окрім відновлення окремих видів механізмів і устаткування у зв'язку з їхнім зносом) формалізуються у реальних інвестиційних проектах. Підготовка таких інвестиційних проектів вимагає розробки їх бізнес-планів. Для невеликих реальних інвестиційних проектів допускається розробка скороченого варіанта бізнес-плану (з викладом лише тих розділів, що безпосередньо визначають доцільність їхнього здійснення). Окрім того, у процесі реалізації цього напрямку інвестиційної політики досліджується поточна пропозиція на інвестиційному ринку; відбираються для вивчення окремі реальні інвестиційні об'єкти, що найбільш повно відповідають напрямам інвестиційної діяльності підприємства (її галузевій та регіональній диверсифікації); розглядаються можливості й умови придбання окремих активів (техніки, технологій тощо) для відновлення складу діючих їх видів; проводиться ретельна експертиза відібраних об'єктів інвестування.

5. Оцінка ефективності окремих інвестиційних проектів з урахуванням фактору ризику. Відібрані на попередньому етапі об'єкти інвестування аналізуються з позиції їхньої економічної ефективності за критерієм забезпечення зростання ринкової вартості підприємства.

Паралельно ідентифікуються й оцінюються ризики, властиві кожному конкретному інвестиційному проекту, перевіряється відповідність їх загального рівня очікуваному рівню дохідності проектів.

У процесі цього етапу управління поряд з ризиками окремих об'єктів інвестування оцінюються інвестиційні ризики, що пов'язані з реальним інвестуванням у цілому. Цей напрям інвестиційної діяльності пов'язаний з відволіканням власного капіталу у більших розмірах і, як правило, на тривалий період, що може призвести до зниження рівня платоспроможності підприємства по поточних зобов'язаннях. Крім того, фінансування окремих інвестиційних проектів часто здійснюється за рахунок залучення значного обсягу позикового капіталу, що може призвести до зниження фінансової стійкості підприємства у довгостроковому періоді. Саме тому у процесі управління варто заздалегідь прогнозувати, як інвестиційні ризики вплинуть на дохідність, платоспроможність і фінансову стійкість підприємства.

6. Формування програми реальних інвестицій. У процесі цього етапу управління на основі оцінки окремих інвестиційних проектів проводиться їх ранжирування за критерієм рівня дохідності, ризику і ліквідності, відповідності загальним цілям інвестиційної політики підприємства тощо. Виходячи з об'єктивних обмежень – загального обсягу планованого реального інвестування й можливого обсягу формування інвестиційних ресурсів, до інвестиційної програми підприємства включаються інвестиційні проекти, що забезпечують найвищі темпи його розвитку у стратегічному періоді і зростання ринкової вартості.

Якщо ця програма сформована відповідно до визначальної пріоритетної мети (максимізація доходу, мінімізація інвестиційного ризику тощо), то необхідності у подальшій оптимізації програми реальних інвестицій не виникає. Якщо ж є потреба збалансування окремих цілей, то інвестиційна програма оптимізується за різними цільовими критеріями для досягнення збалансованості, і лише після цього приймається до безпосередньої реалізації.

7. Забезпечення реалізації окремих інвестиційних проектів та інвестиційної програми. Основними інструментами, що забезпечують реалізацію кожного конкретного реального інвестиційного проекту, є капітальний бюджет і календарний графік реалізації інвестиційного проекту.

Схема фінансування проекту визначає фінансову базу його здійснення і є основою формування необхідних інвестиційних ресурсів і розробки бюджетів виконання окремих робіт.

Капітальний бюджет розробляється, як правило, на період до одного року і відображає усі витрати й надходження коштів, пов'язані з реалізацією реального проекту.

Календарний графік реалізації інвестиційного проекту (програми) визначає базові періоди часу виконання окремих видів робіт і покладання відповідальності за виконання (а, відповідно, й ризиків невиконання окремих етапів роботи) на конкретних представників замовника (підприємства) чи підрядника відповідно до їх функціональних обов'язків, які передбачені у контракті на виконання робіт.

8. Забезпечення постійного моніторингу і контролю реалізації інвестиційних проектів та інвестиційної програми. Цей етап управління реальними інвестиціями реалізується у межах організованого на підприємстві інвестиційного контролінгу по основних результативних показниках кожного інвестиційного проекту (до завершення його життєвого циклу) та інвестиційної програми у цілому.

12.2. Види інвестиційних проектів і вимоги до їх розробки

Інвестиційний проект – це документально оформлений прояв інвестиційної ініціативи господарюючого суб'єкта, що передбачає вкладення капіталу у певний об'єкт реального інвестування, спрямованої на реалізацію детермінованих у часі певних інвестиційних цілей та отримання конкретних планованих результатів.

Інвестиційні проекти, які розроблюються у розрізі окремих форм реального інвестування підприємства, класифікуються за низкою ознак (рис. 12.3).

1. За функціональною спрямованістю виділяють наступні види інвестиційних проектів підприємства:

- *інвестиційні проекти реновації*. Подібні проекти спрямовані на заміну основних засобів і нематеріальних активів, що вибувають, і здійснюються, як правило, за рахунок засобів амортизаційного фонду підприємства;

- *інвестиційні проекти розвитку*. Такі проекти характеризують розширене відтворення господарської діяльності підприємства, забезпечуючи її зростання у кожному новому циклі господарського розвитку. Вони найбільше забезпечують приріст ринкової вартості підприємства;

- *інвестиційні проекти санації*. Проекти такого виду розробляються у процесі антикризового розвитку підприємства і спрямовані, як правило, на реструктуризацію його майна або окремих видів діяльності.



Рис. 12.3. Класифікація інвестиційних проектів підприємства за основними ознаками

2. За цілями інвестування у сучасній інвестиційній практиці розрізняють:

- *інвестиційні проекти, що забезпечують приріст обсягу випуску продукції.* Подібні проекти пов'язані з реалізацією таких форм реального інвестування як нове будівництво, реконструкція, розширення парку устаткування, забезпечення приросту запасів матеріальних оборотних активів;

- *інвестиційні проекти, що забезпечують розширення (оновлення) асортименту продукції,* пов'язані зі здійсненням таких форм реального інвестування як придбання цілісних майнових комплексів (підприємств іншого галузевого профілю, що забезпечують отримання ефекту синергізму), нове будівництво, перепрофілювання;

- *інвестиційні проекти, що забезпечують підвищення якості продукції,* зазвичай пов'язані зі здійсненням модернізації та реконструкції підприємства, у процесі яких впроваджуються нові технології і сучасна техніка;

- *інвестиційні проекти, що забезпечують зниження собівартості продукції.* Як, правило, ці проекти також пов'язані зі здійсненням модернізації й реконструкції підприємства, але тільки з іншим цільовим ефектом, аніж у попередньому випадку;

- *інвестиційні проекти, які забезпечують рішення соціальних, екологічних та інших завдань.* Ці проекти забезпечують реалізацію позаекономічних цілей інвестиційної діяльності підприємства.

3. За сумісністю реалізації виділяють:

- *інвестиційні проекти, незалежні від реалізації інших проектів підприємства.* Такі проекти характеризуються найбільшою альтернативністю у досягненні інвестиційних цілей по кожній з форм реального інвестування підприємства. Вони також мають і найбільшу альтернативність за часом здійснення;

- *інвестиційні проекти, залежні від реалізації інших проектів підприємства.* У принципі, комплекс таких проектів можна розглядати як єдиний інтегральний інвестиційний проект підприємства, окремі складові структурні елементи якого можуть бути реалізовані лише у певній технологічній або часовій послідовності;

- *інвестиційні проекти, що виключають реалізацію інших проектів.* Такі проекти, спрямовані на реалізацію конкретної інвестиційної мети, виключають можливість використання їх альтернативних видів.

4. За терміном реалізації інвестиційні проекти підприємства поділяють у такий спосіб:

- *короткострокові інвестиційні проекти.* Ці проекти реалізуються у період часу до одного року. Вони пов'язані з такими формами реального інвестування як відновлення окремих видів устаткування, інноваційне інвестування, інвестування приросту запасів матеріальних оборотних активів;

- *середньострокові інвестиційні проекти.* Період реалізації цих проектів становить від одного до трьох років. Такого періоду здійснення вимагають, як правило, інвестиційні проекти, що забезпечують модернізацію парку технічних засобів підприємства, його реконструкцію, підготовку і здійснення придбання цілісних майнових комплексів;

- *довгострокові інвестиційні проекти.* Реалізація цих інвестиційних проектів відбувається більше трьох років. Такий період реалізації вимагають проекти великомасштабного нового будівництва або перепрофілювання підприємства, що супроводжується його повною реконструкцією.

5. За обсягом необхідних інвестиційних ресурсів на рівні підприємств інвестиційні проекти розділяють наступним способом:

- *невеликі інвестиційні проекти.* Обсяг інвестиційних ресурсів для реалізації таких проектів не перевищує 100 тис. дол. США;

- *середні інвестиційні проекти.* Необхідний обсяг інвестиційних ресурсів, які забезпечують реалізацію таких проектів, коливається від 100 до 1000 тис. дол. США;

- *великі інвестиційні проекти.* Обсяг інвестиційних ресурсів, котрі забезпечують реалізацію таких проектів, зазвичай перевищує 1 млн дол. США.

Розглядаючи класифікацію інвестиційних проектів за цією ознакою, слід зазначити, що критерій їх поділу значним чином залежить від галузевої приналежності підприємств. Саме тому диференціація проектів за цією ознакою має конкретизуватися у межах окремих галузей.

6. За джерелами фінансування виділяють:

- *інвестиційні проекти, які фінансуються за рахунок внутрішніх джерел.* Подібна форма фінансування характерна лише для невеликих інвестиційних проектів підприємства, що забезпечують реалізацію таких форм його реального інвестування як забезпечення приросту запасів його матеріальних оборотних активів, відновлення окремих видів устаткування, здійснення придбання недорогих видів нематеріальних активів;

• *інвестиційні проекти, котрі фінансуються за рахунок акціонування.* Емісія акцій може використатися підприємством для здійснення як середніх, так і великих його інвестиційних проектів, що мають стратегічне значення;

• *інвестиційні проекти, які фінансуються за рахунок кредиту.* Такі інвестиційні проекти зазвичай пов'язані з фінансовим лізингом устаткування. Висока вартість довгострокового банківського кредиту на сучасному етапі стримує використання інвестиційних проектів цього виду;

• *інвестиційні проекти зі змішаними формами фінансування.* Ці проекти є нині найпоширенішими в інвестиційній практиці.

Залежно від видів інвестиційних проектів, викладених у розглянутій класифікації, диференціюються вимоги до їхньої розробки.

Для невеликих інвестиційних проектів, які фінансуються підприємством за рахунок внутрішніх джерел, обґрунтування здійснюється по скороченому колу розділів і показників. Таке обґрунтування може містити лише мету здійснення інвестиційного проекту, його основні параметри, обсяг необхідних фінансових засобів, показники ефективності здійснюваних інвестицій, а також схему (календарний план) реалізації інвестиційного проекту.

Для середніх і великих інвестиційних проектів, фінансування реалізації яких передбачається за рахунок зовнішніх джерел, необхідним є повномасштабне обґрунтування по відповідних національних і міжнародних стандартах. Таке обґрунтування інвестиційних проектів підпорядковується певній логічній структурі, що має уніфікований характер у більшості країн з розвинутою ринковою економікою (відхилення від цієї загальноприйнятої структури спричиняються лише галузевими особливостями і формами здійснення реальних інвестицій).

Обґрунтування інвестиційних проектів передбачає відповідне їхнє структурування. З позицій фінансового управління інвестиційними проектами найбільш актуальним є їх структурування по окремих стадіях (фазах) життєвого (проектного) циклу, а також по функціональній спрямованості його розділів.

По окремих стадіях життєвого циклу (проектного циклу) виділяються:

- *передінвестиційна стадія*, у процесі якої розробляються варіанти альтернативних інвестиційних рішень, проводиться їхня оцінка і приймається до реалізації їх конкретний варіант;
- *інвестиційна стадія*, у процесі якої здійснюється безпосередня реалізація прийнятого інвестиційного рішення;
- *постінвестиційна стадія*, у процесі якої забезпечується контроль за досягненням передбачених параметрів інвестиційних рішень у процесі експлуатації об'єкта інвестування.

За функціональною спрямованістю розділів інвестиційний проект будується відповідно до рекомендацій окремих міжнародних організацій, що забезпечують інвестиційну підтримку їх реалізації. Так, наприклад, згідно з рекомендаціями ЮНІДО (Організації Об'єднаних Націй по Промисловому Розвитку) інвестиційний проект повинен містити основні розділи, представлені на рис. 12.4.

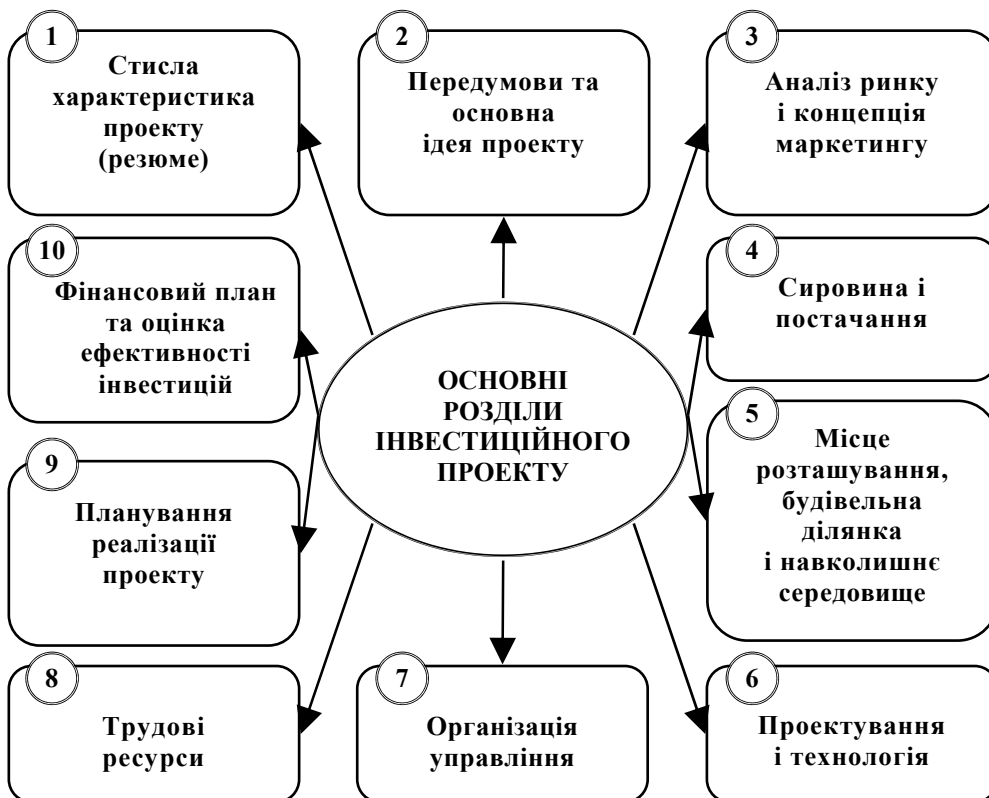


Рис. 12.4. Структура інвестиційного проекту підприємства у розрізі основних розділів

1. *Стисла характеристика проекту (резюме).* У цьому розділі містяться висновки по основних аспектах розробленого проекту, коли його концепція, обґрунтування і форми реалізації уже визначені. Ознайомившись із цим розділом, інвестор може зробити висновок проте, чи відповідає проект: спрямованості його інвестиційної діяльності та інвестиційної стратегії; потенціалу його інвестиційних ресурсів, а також чи влаштовує його проект щодо періоду реалізації і термінів повернення вкладеного капіталу тощо.

2. Передумови та основна ідея проекту. У цьому розділі наводяться найбільш важливі параметри проекту, які слугують визначальними показниками для його реалізації, розглядається регіон розташування проекту в ув'язуванні з ринковим і ресурсним середовищем, наводиться графік реалізації проекту і характеризується його ініціатор.

3. Аналіз ринку і концепція маркетингу. У цьому розділі містяться результати маркетингових досліджень, обґрунтовується концепція маркетингу і розробляється проектний бюджет.

4. Сировина й постачання. Цей розділ містить класифікацію використовуваних видів сировини і матеріалів, дані про обсяги потреби в них, наявність основної сировини у регіоні і забезпеченість нею, програму постачання сировини й матеріалів та пов'язані із цим витрати.

5. Місце розташування, будівельна ділянка і навколишнє середовище. Тут докладно описуються місце розташування проекту, характер природного навколишнього середовища, ступінь впливу на нього при реалізації проекту, соціально-економічні умови у регіоні та інвестиційний клімат, стан виробничої і комерційної інфраструктури, вибір будівельної ділянки з урахуванням розглянутих альтернатив, оцінка витрат по освоєнню будівельної ділянки.

6. Проектування й технологія. Цей розділ повинен містити виробничу програму і характеристику виробничої потужності підприємства, вибір технології і пропозиції щодо її придбання чи передачі, основні проектно-конструкторські роботи, перелік необхідних машин і устаткування та вимоги до їхнього технічного обслуговування, оцінку пов'язаних із цим інвестиційних витрат.

7. Організація управління. У цьому розділі наводяться організаційна схема і система управління підприємством, обґрунтовується конкретна організаційна структура управління по сферах діяльності і центрах відповідальності, розглядається докладний кошторис накладних витрат, пов'язаних з організацією управління.

8. Трудові ресурси. Цей розділ містить вимоги до категорій і функцій персоналу, оцінку можливостей його формування у межах регіону, організацію набору, план навчання працівників та оцінку пов'язаних із цим витрат.

9. Планування реалізації проекту. У цьому розділі обґрунтовуються окремі стадії здійснення, наводиться графік реалізації, розробляється бюджет реалізації проекту.

10. Фінансовий план та оцінка ефективності інвестицій. Цей розділ містить фінансовий прогноз і основні види фінансових планів, сукупний обсяг інвестиційних витрат, методи й результати оцінки ефективності інвестицій, оцінку інвестиційних ризиків.

Розробка інвестиційних проектів підприємства може бути здійснена за допомогою спеціальних комп'ютерних програм – COMFAR, PROJECT EXPERT та інших.

12.3. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів

У системі управління реальними інвестиціями оцінка ефективності інвестиційних проектів є одним з найбільш відповідальних етапів. Від того, наскільки об'єктивно і всебічно проведена ця оцінка, залежать строки повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання, потік операційного прибутку підприємства, який додатково генерується у майбутньому періоді. Ця об'єктивність і всебічність оцінки ефективності інвестиційних проектів значним чином визначається використанням сучасних методів її проведення.

Розглянемо базові принципи й методичні підходи, використовувані у сучасній практиці оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів. Основні з таких принципів полягають у наступному:

1. Оцінка ефективності реальних інвестиційних проектів має здійснюватися на основі зіставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, і сум та строків повернення інвестованого капіталу, з іншого. Це загальний принцип формування системи оціночних показників ефективності, відповідно до якого результати будь-якої діяльності повинні бути зіставлені з витратами (використаними ресурсами) на її здійснення. Стосовно інвестиційної діяльності він реалізується шляхом зіставлення прямого і зворотного потоків капіталу, що інвестується.

2. Оцінка обсягу інвестиційних витрат має охоплювати усю сукупність використовуваних ресурсів, пов'язаних з реалізацією проекту. У процесі оцінки повинні бути враховані усі прямі й непрямі витрати коштів (власних і позикових), матеріальних і нематеріальних активів, трудових та інших видів ресурсів. Як показує сучасна практика, у більшості випадків оцінка обсягу інвестиційних витрат не відображає непрямі витрати, пов'язані з підготовкою проекту до реалізації, формуванням необхідного обсягу інвестиційних ресурсів, контролем за реалізацією проекту тощо. Це не дозволяє здійснювати порівняльну оцінку ефективності інвестиційних проектів.

3. Оцінка повернення капіталу, що інвестується, має здійснюватися на основі показника «чистого грошового потоку» [netcashflow]. Цей показник формується в основному за рахунок сум чистого прибутку та амортизаційних відрахувань у процесі експлуатації інвестиційного проекту. При проведенні різних видів оцінки цей показник може розглядатися як середньорічний, так і диференційований по окремих періодах експлуатації інвестиційного проекту.

4. У процесі оцінки суми інвестиційних витрат і чистого грошового потоку мають бути приведені до теперішньої вартості. На перший погляд здається, що інвестиційні витрати стосовно чистого грошового потоку завжди виражені у теперішній вартості, оскільки значно передують йому. У реальній практиці це не так – процес інвестування у більшості випадків здійснюється не одночасно, а проходить низку етапів. Тому, за винятком першого етапу, усі наступні суми інвестиційних витрат мають приводитися до теперішньої вартості (з диференціацією кожного наступного етапу інвестування). Точно так само повинна приводитися до теперішньої вартості й сума чистого грошового потоку (по окремих етапах його формування).

5. Вибір дисконтної ставки у процесі приведення окремих показників до дійсної вартості має бути диференційований для різних інвестиційних проектів. У процесі такої диференціації повинні бути враховані рівень ризику, ліквідності та інші індивідуальні характеристики реального інвестиційного проекту.

З урахуванням викладених вище принципів розглянемо методи оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів на основі різних показників. Система цих показників наведена на рис. 12.5.

Розглянемо більш докладно методику розрахунку й умови використання основних показників оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів.

1. Чистий приведений дохід [netpresentvalue, NPV] дозволяє отримати найбільш узагальнену характеристику результату інвестування, тобто його кінцевий ефект в абсолютній сумі. Під чистим приведеним доходом розуміється різниця між приведеною до дійсної вартості сумою чистого грошового потоку за період експлуатації інвестиційного проекту і сумою інвестиційних витрат на його реалізацію. Розрахунок цього показника при одноразовому здійсненні інвестиційних витрат здійснюється за формулою:

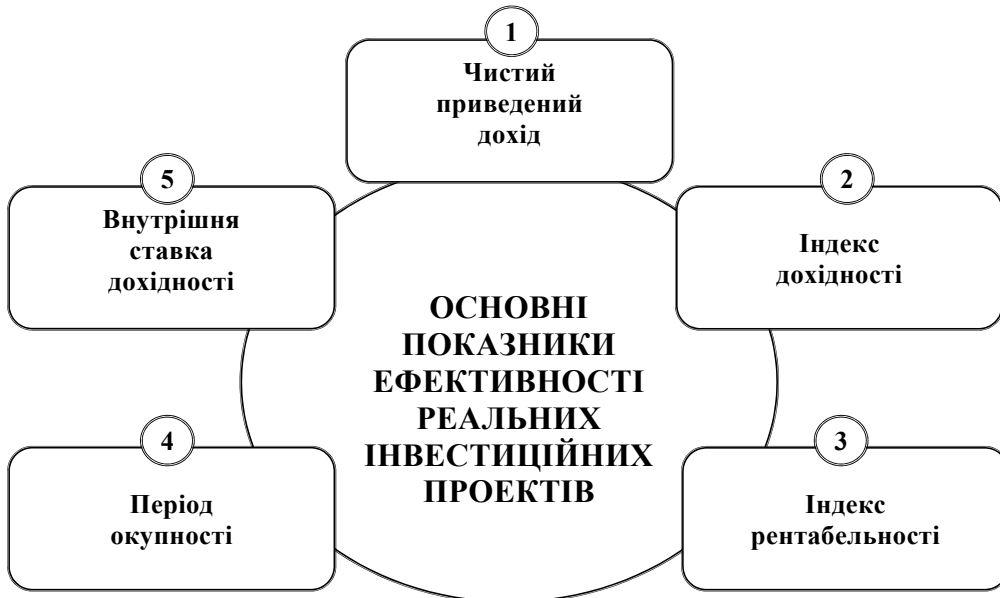


Рис. 12.5. Система основних показників, що використовуються у процесі оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів

$$\text{ЧПД}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧГП}_t}{(1+i)^t} - \text{ІВ}_0, \quad (12.1)$$

- де ЧПД_0 – сума чистого приведенного доходу по інвестиційному проекту при одноразовому здійсненні інвестиційних витрат;
- ЧГП_t – сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах загального періоду експлуатації інвестиційного проекту (якщо повний період експлуатації інвестиційного проекту визначити складно, його приймають в розрахунках у розмірі 5 років);
- ІВ_0 – сума одноразових інвестиційних витрат на реалізацію інвестиційного проекту;
- i – використовувана дисконтна ставка, виражена десятковим дробом;
- n – число інтервалів у загальному розрахунковому періоді t .

Якщо інвестиційні витрати, пов'язані з майбутньою реалізацією інвестиційного проекту, здійснюються у кілька етапів, розрахунок індексу (коефіцієнта) дохідності здійснюється за такою формулою:

$$\text{ЧПД}_B = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЧГП}_t}{(1+i)^n} - \sum_{i=1}^n \frac{\text{ІВ}_t}{(1+i)^n}, \quad (12.2)$$

де ЧПД_B – індекс (коефіцієнт) дохідності по інвестиційному проекті при багаторазовому здійсненні інвестиційних витрат;

ЧГП_t – сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах загального періоду експлуатації інвестиційного проекту;

ІВ_t – сума інвестиційних витрат по окремих інтервалах загального експлуатаційного періоду;

i – використовувана дисконтна ставка, виражена десятковим дробом;

n – кількість інтервалів у загальному розрахунковому періоді t .

Розглядаючи показник чистого приведенного доходу, необхідно звернути увагу на низку його особливостей, які варто враховувати у процесі порівняльної оцінки інвестиційних проектів підприємства.

Перша особливість чистого приведенного доходу полягає у тому, що, будучи абсолютним показником ефективності інвестиційного проекту, він прямо залежить від його розміру. Чим більший розмір інвестиційних витрат за проектом і, відповідно, сума очікуваного чистого грошового потоку по ньому, тим більш високим (за інших рівних умов) буде абсолютний розмір чистого приведенного доходу по ньому.

Друга особливість чистого приведенного доходу полягає у тому, що на його розмір істотно впливає структура розподілу загального обсягу інвестиційних витрат по окремих періодах проектного циклу. Чим більша частка цих витрат здійснюється у майбутніх періодах проектного циклу (стосовно його початку), тим більшою за інших рівних умов буде й сума очікуваного чистого приведенного доходу по ньому. Найменше значення показника формується за умови повного здійснення інвестиційних витрат з наявністю проектного циклу.

Третя особливість чистого приведеного доходу полягає у тому, що на його числове значення істотний вплив має час початку експлуатаційної стадії (стосовно часу початку проектного циклу), що дозволяє розпочати формування чистого грошового потоку по інвестиційному проекту. Чим тривалішим є часовий лаг між початком проектного циклу і початком його експлуатаційної стадії, тим меншим за інших рівних умов буде розмір чистого приведеного доходу по інвестиційному проекту. І, навпаки, скорочення часового лага між початком проектного циклу й початком експлуатаційної його стадії призводить до відповідного збільшення розміру чистого грошового потоку по інвестиційному проекту.

Четверта особливість чистого приведеного доходу полягає у тому, що його числове значення істотно коливається залежно від рівня дисконтної ставки приведення до теперішньої вартості базових показників інвестиційного проекту – обсягу інвестиційних витрат і суми чистого грошового потоку. У реальній практиці ця ставка диференціюється залежно від низки факторів, у першу чергу, від рівня проектного ризику, що визначає у складі дисконтної ставки необхідний рівень премії за ризик.

Проведений аналіз механізму формування показника чистого приведеного доходу показує, що він може бути використаний як критеріальний на першій стадії відбору інвестиційних проектів. Незалежний інвестиційний проект, по якому показник чистого приведеного доходу є негативною величиною або дорівнює нулю, має бути відхилений, бо він не принесе підприємству додатковий дохід на вкладений капітал. Незалежні інвестиційні проекти з позитивним значенням показника чистого приведеного доходу дозволяють збільшити капітал підприємства і його ринкову вартість. Порівняльна оцінка взаємовиключних інвестиційних проектів по цьому показнику може дати об'єктивний результат тільки при їх порівнянних вихідних параметрах.

2. Індекс (коефіцієнт) дохідності [ProfitabilityIndex, PI] також дозволяє співвіднести обсяг інвестиційних витрат з майбутнім чистим грошовим потоком за проектом. Розрахунок такого показника при одноразових інвестиційних витратах по реальному проекту здійснюється за такою формулою:

$$ID_0 = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{(1+i)^n}}{IB_0}, \quad (12.3)$$

- де ID_0 – індекс (коефіцієнт) дохідності по інвестиційному проекту при одноразовому здійсненні інвестиційних витрат;
 $ЧГП_t$ – сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах загального періоду експлуатації інвестиційного проекту;
 IB_0 – сума одноразових інвестиційних витрат на реалізацію інвестиційного проекту;
 i – використовувана дисконтна ставка, виражена десятковим дробом;
 n – число інтервалів у загальному розрахунковому періоді t .

Якщо інвестиційні витрати, пов'язані з майбутньою реалізацією інвестиційного проекту, здійснюються у кілька етапів, розрахунок індексу (коефіцієнта) дохідності здійснюється за такою формулою:

$$ID_B = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{(1+i)^n}}{\sum_{t=1}^n \frac{IB_t}{(1+i)^n}}, \quad (12.4)$$

- де ID_B – індекс (коефіцієнт) дохідності по інвестиційному проекті при багаторазовому здійсненні інвестиційних витрат;
 $ЧГП_t$ – сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах загального періоду експлуатації інвестиційного проекту;
 IB_t – сума інвестиційних витрат по окремих інтервалах загального експлуатаційного періоду;
 i – використовувана дисконтна ставка, виражена десятковим дробом;
 n – число інтервалів у загальному розрахунковому періоді t ;
 t – загальний розрахунковий період експлуатації проекту (років, місяців).

Розглядаючи показник «індекс (коефіцієнт) дохідності», варто звернути увагу на те, що він базується на тих самих вихідних передумовах, що й показник «чистого приведенного доходу», а, отже, на його формування впливають розподіл у часі обсягу інвестиційних витрат і суми чистого грошового потоку, а також прийнятий рівень ставки дисконтування. Разом з тим, він позбавлений одного з істотних недоліків показника чистого приведенного доходу – впливу на оцінювану ефективність розміру інвестиційного проекту.

Це пов'язане з тим, що, на відміну від чистого приведенного доходу, індекс (коефіцієнт) дохідності є відносним показником, який характеризує не абсолютний розмір чистого грошового потоку, а його рівень стосовно інвестиційних витрат. Ця перевага індексу (коефіцієнта) дохідності дозволяє використовувати його у процесі порівняльної оцінки ефективності інвестиційних проектів, що різняться своїми розмірами (обсягом інвестиційних витрат). В умовах обмежених інвестиційних ресурсів індекс (коефіцієнт) дохідності дає можливість здійснювати відбір в інвестиційну програму підприємства таких проектів, які забезпечують максимальну віддачу інвестованого капіталу за критерієм його зростання.

Окрім того, індекс (коефіцієнт) дохідності може бути використаний і для відсівання неефективних інвестиційних проектів на попередній стадії їхнього розгляду. Якщо значення індексу (коефіцієнта) дохідності менше одиниці або дорівнює їй, незалежний інвестиційний проект має бути відкинутий у зв'язку з тим, що він не принесе додатковий дохід на інвестований капітал (не забезпечить самозростання його вартості у процесі інвестиційної діяльності). Іншими словами, для реалізації можуть бути прийняті реальні інвестиційні проекти тільки із значенням показника індексу дохідності вище одиниці. По взаємовиключних інвестиційних проектах за цим критерієм вибирається той із них, по якому індекс дохідності за інших рівних умов є найвищим.

3. Індекс (коефіцієнт) рентабельності у процесі оцінки ефективності інвестиційного проекту може відігравати лише допоміжну роль, оскільки не дозволяє повним чином оцінити увесь зворотний інвестиційний потік за проектом (значну частину цього потоку становлять амортизаційні відрахування) і не порівнює аналізовані показники у часі. Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$IP_1 = \frac{ЧП_1}{ІВ}, \quad (12.5)$$

де IP_1 – індекс рентабельності по інвестиційному проекту;
 $ЧП_1$ – середньорічна сума чистого інвестиційного прибутку за період експлуатації проекту;
 $ІВ$ – сума інвестиційних витрат на реалізацію інвестиційного проекту.

Показник «індекс рентабельності» дозволяє виокремити у сукупному чистому грошовому потоці найважливішу його складову – суму інвестиційного прибутку. Окрім того, він дозволяє здійснити порівняльну оцінку рівня рентабельності інвестиційної та операційної діяльності (якщо інвестиційні ресурси сформовані за рахунок власних і позикових засобів, індекс рентабельності інвестицій рівняється з коефіцієнтом рентабельності активів; якщо ж інвестиційні ресурси сформовані винятково за рахунок власних фінансових засобів, то базою порівняння виступає коефіцієнт рентабельності власного капіталу). Результати порівняння дозволяють визначити: чи дає можливість реалізація інвестиційного проекту підвищити загальний рівень ефективності операційної діяльності підприємства у майбутньому періоді або знизить його, що також є одним з критеріїв ухвалення інвестиційного рішення.

4. Період окупності [PaybackPeriod, PP] є одним з найпоширеніших і найпростіших показників оцінки ефективності інвестиційного проекту. Розрахунок цього показника може бути здійснений двома методами – статичним (бухгалтерським) і дисконтним.

Недисконтований показник періоду окупності, що визначається статичним методом, розраховується за такою формулою:

$$ПО_H = \frac{ІВ}{ЧГП_P}, \quad (12.6)$$

де $ПО_H$ – недисконтований період окупності інвестиційних витрат за проектом;
 $ІВ$ – сума інвестиційних витрат на реалізацію проекту;
 $ЧГП_P$ – середньорічна сума чистого грошового потоку за період експлуатації проекту (при короткострокових реальних інвестиціях цей показник розраховується як середньомісячний).

Відповідно, *дисконтований показник періоду окупності* визначається за такою формулою:

$$ПО_{\text{д}} = \frac{ІВ_0}{\sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{(1+i)^n \cdot t}}, \quad (12.7)$$

- де $ПО_{\text{д}}$ – дисконтований період окупності одноразових інвестиційних витрат по проекту;
 $ІВ_0$ – сума одноразових інвестиційних витрат на реалізацію інвестиційного проекту;
 $ЧГП_t$ – середня сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах загального періоду експлуатації інвестиційного проекту;
 i – використовувана дисконтна ставка, виражена десятковим дробом;
 n – кількість інтервалів у загальному розрахунковому періоді t ;
 t – загальний розрахунковий період експлуатації проекту (років, місяців).

Розглядаючи механізм формування показника періоду окупності, варто звернути увагу на низку його особливостей, котрі знижують потенціал його використання у системі оцінки ефективності інвестиційних проектів.

Першою особливістю показника періоду окупності є те, що він не враховує ті суми чистого грошового потоку, які формуються після періоду окупності інвестиційних витрат. Так, по інвестиційних проектах із тривалим строком експлуатації після періоду їхньої окупності може бути отримана набагато більша сума чистого грошового потоку, аніж по інвестиційних проектах з коротким строком експлуатації (при аналогічному і навіть більш швидкому періоду окупності останніх).

Другою особливістю показника періоду окупності, який знижує його оцінний потенціал, є те, що на його формування істотно впливає (за інших рівних умов) період часу між початком проектного циклу та початком фази експлуатації проекту. Чим більшим є цей період, тим, відповідно, вищим буде значення показника періоду окупності проекту.

Третьою особливістю періоду окупності, котрий визначає механізм його формування, є значний діапазон його коливання під впливом зміни рівня прийнятої дисконтної ставки. Чим вищий рівень дисконтної ставки, прийнятий у розрахунку дійсної вартості вихідних показників періоду окупності, тим більше зростає його значення, і навпаки.

Розгляд особливостей механізму формування показника «періоду окупності» показує, що він може бути використаний лише у системі допоміжних показників оцінки ефективності інвестиційних проектів. Зокрема, він може бути використаний як один з допоміжних критеріальних показників на стадії відбору інвестиційних проектів в інвестиційну програму підприємства (у цьому випадку інвестиційні проекти з більш високим періодом окупності при рівності інших показників оцінки будуть підприємством відкидатися).

5. Внутрішня ставка дохідності [Internal Rate of Return, IRR] є найбільш складним показником оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів. Вона характеризує рівень дохідності конкретного інвестиційного проекту, що відображається дисконтною ставкою, за якою інвестиційні витрати приводяться до теперішньої вартості. Внутрішню ставку дохідності можна охарактеризувати і як дисконтну ставку, за якою чистий приведений дохід у процесі дисконтування буде приведений до нуля (тобто $ВСД=i$, при якій $ЧПД=0$). Математичної формули прямого визначення показника внутрішньої ставки дохідності не існує. Значення цього показника визначається непрямим методом шляхом рішення одного з наступних рівнянь:

$$\sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{(1+ВСД)^t} = ІВ_{\Pi};$$

$$ЧПД_{\Pi} = \sum_{t=1}^n \frac{ЧГП_t}{(1+ВСД)^t} - ІВ_{\Pi} = 0, \quad (12.8)$$

- де $ВСД$ – внутрішня ставка дохідності по інвестиційному проекту, виражена десятковим дробом;
- $ЧПД_{\Pi}$ – сума чистого приведенного доходу по проекту, приведена до теперішньої вартості;
- $ІВ_{\Pi}$ – сума інвестиційних витрат по проекту, приведена до теперішньої вартості;
- $ЧГП_t$ – сума чистого грошового потоку по окремих інтервалах (t) експлуатаційної фази проектного циклу;
- n – кількість інтервалів у загальному періоді проектного циклу t .

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

При розрахунку показника внутрішньої ставки дохідності передбачається повна капіталізація усієї суми чистого грошового потоку з майбутнім рівнем дохідності, рівним цьому показнику.

Рішення наведених рівнянь здійснюється методом послідовних ітерацій (розрахункових дій).

Перша ітерація припускає встановлення будь-якої зразкової внутрішньої ставки дохідності, що, на думку розраховувача, може привести до розв'язання наведених вище рівнянь (одного з них, вибраного для розрахунку).

Якщо за результатами першої ітерації виявиться, що прийняте значення внутрішньої ставки дохідності є завищеним (тобто сума ЧПД > 0), то наступні ітерації припускають використання більш високих значень ВСД, поки не буде досягнута передбачена рівняннями рівність.

Якщо ж за результатами першої ітерації виявиться, що прийняте значення внутрішньої ставки дохідності є недостатнім (тобто сума, ЧПД < 0), то наступні ітерації припускають використання більш низьких значень ВСД, поки не буде забезпечена передбачена рівність.

Кінцевим результатом усіх ітерацій є встановлення рівня внутрішньої ставки дохідності, що забезпечить розв'язання кожного з наведених вище рівнянь. З цією метою застосовується метод лінійної інтерполяції:

$$\text{ВСД} = i' + \frac{\text{ЧГП}' - \text{ІВ}}{\text{ЧГП}' - \text{ЧГП}''} \cdot (i'' - i'), \quad (12.9)$$

де ВСД – внутрішня ставка дохідності по інвестиційному проекту;

ЧГП' – сума чистого грошового потоку по проекту, приведена до теперішньої вартості при дисконтній ставці i' ;

ЧГП'' – сума чистого грошового потоку по проекту, приведена до теперішньої вартості при дисконтній ставці i'' ;

ІВ – сума інвестиційних витрат по проекту;

i' – дисконтна ставка – нижня межа інтервалу;

i'' – дисконтна ставка – верхня межа інтервалу.

Розрахунок внутрішньої ставки дохідності може бути здійснений за допомогою фінансового калькулятора у системі відповідних комп'ютерних програмних засобів.

Якщо річні суми чистого грошового потоку по інвестиційному проекту рівні, а число часових періодів (n) стає невизначено великим для обчислення внутрішньої норми дохідності проекту, можна застосувати алгоритм розрахунку теперішньої вартості ануїтету:

$$ВСД = \frac{ЧГП}{ІВ}, \quad (12.10)$$

де ВСД – внутрішня ставка дохідності по інвестиційному проекту;

ЧГП – незмінна річна сума чистого грошового потоку по проекту, приведена до теперішньої вартості;

ІВ – сума інвестиційних витрат по проекту.

Показник внутрішньої ставки дохідності прийнятний для порівняльної оцінки не лише у межах розглянутих інвестиційних проектів, але й у більш широкому діапазоні (наприклад, порівняно з коефіцієнтом рентабельності операційних активів, коефіцієнтом рентабельності власного капіталу, рівнем дохідності по альтернативних видах інвестування – депозитних внесках, придбанню державних облігацій тощо). На кожному підприємстві може бути встановлений як цільовий норматив показник «мінімальна внутрішня ставка дохідності» і інвестиційні проекти з більш низьким його значенням будуть автоматично відхилятися як такі, що не відповідають вимогам ефективності реального інвестування.

Існують ситуації, у яких застосування показника внутрішньої ставки дохідності є недоцільним. Така ситуація може спостерігатися у випадку, коли інвестиційний проект є аномальним, тобто має декілька внутрішніх ставок дохідності. Подібна ситуація називається мультиплікацією ВСД. У таких випадках для оцінки ефективності інвестиційного проекту застосовується показник модифікованої внутрішньої ставки дохідності (МВСД).

Модифікована внутрішня ставка дохідності (МВСД) – це дисконтна ставка, при якій теперішня вартість інвестиційних витрат дорівнює майбутній вартості чистих грошових потоків по інвестиційному проекту. Для обчислення модифікованої внутрішньої ставки дохідності застосовується наступне рівняння:

$$\sum_{t=0}^n \frac{IB_t}{(1+i)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n ЧГП_t (1+i)^{n-t}}{(1+МВСД)^n}, \quad (12.11)$$

- де МВСД – модифікована внутрішня ставка дохідності по інвестиційному проекту;
 ЧГП_t – чистий грошовий потік по інвестиційному проекту по окремих інтервалах (*t*) проектного періоду;
 IB_t – сума інвестиційних витрат по окремих інтервалах (*t*) проектного періоду;
i – дисконтна ставка на рівні вартості капіталу, за рахунок якого фінансується інвестиційний проект;
n – кількість інтервалів у загальному періоді проектного циклу *t*.

Модифікована внутрішня ставка дохідності має значні переваги над показником внутрішньої ставки дохідності. Вона припускає, що грошові потоки від усіх проектів реінвестуються при ставці, що дорівнює вартості капіталу, тоді як при застосуванні методу внутрішньої ставки дохідності ставка реінвестування прирівнюється до ВСД.

При розгляді незалежних інвестиційних проектів усі методи оцінки їхньої ефективності дають однакові результати. Але при вивченні проектів, які виключають один одного, метод чистого приведенного доходу та метод внутрішньої ставки дохідності можуть вступати у конфлікт, тобто виділяти в якості найкращого різні проекти. Це можливо в ситуації, коли:

- 1) початкові інвестиційні витрати по одному з проектів суттєво більші, ніж по іншому;
- 2) терміни здійснення інвестиційних витрат та надходжень коштів по проектах не співпадають;
- 3) нормативні періоди життя проектів не співпадають.

У такій ситуації при оцінці ефективності інвестиційних проектів та виборі найкращого віддають перевагу критерію чистого приведенного доходу, оскільки він виділяє проекти, які призводять до більшого зростання вартості підприємства і власного капіталу.

Усі розглянуті показники оцінки ефективності реальних інвестиційних проектів перебувають між собою у тісному взаємозв'язку і дозволяють оцінити цю ефективність із різних сторін. Саме тому при оцінці ефективності реальних інвестиційних проектів підприємства їх варто розглядати у комплексі.

12.4. Формування програми реальних інвестицій

На основі усебічної оцінки кожного з розглянутих інвестиційних проектів здійснюється їхній остаточний відбір у інвестиційну програму, що формується підприємством.

Процес формування програми реальних інвестицій підприємства ґрунтується на наступних найважливіших принципах (рис. 12.6):



Рис. 12.6. Основні принципи формування програми реальних інвестицій підприємства

1. Багатокритеріальність відбору проектів до програми реальних інвестицій. Цей принцип дозволяє врахувати у процесі

формування інвестиційної програми усю систему цілей інвестиційної стратегії підприємства, а також характер завдань інвестиційної діяльності, що виникають під впливом факторів зовнішнього і внутрішнього середовища функціонування підприємства. Принцип багатокритеріальності відбору проектів до інвестиційної програми реалізується через ранжирування цілей (завдань) інвестиційної діяльності за їх значущістю, виділення головного (цільового) показника як критерію відбору інвестиційних проектів та використання окремих цільових показників як системи відповідних обмежень у процесі здійснення їхнього відбору.

2. Диференціація критеріїв відбору за видами інвестиційних проектів здійснюється у розрізі конкретних форм реального інвестування по незалежних, взаємопов'язаних та взаємовиключаючих проектах.

3. Врахування об'єктивних обмежень інвестиційної діяльності підприємства. При формуванні програми реальних інвестицій основними з об'єктивних обмежень інвестиційної діяльності підприємства, що потребують урахування, є: обсяги інвестиційної діяльності, що передбачаються відповідно до інвестиційної стратегії; напрями і форми галузевої й регіональної диверсифікації інвестиційної діяльності; потенціал формування власних інвестиційних ресурсів; можливості залучення зовнішніх позикових джерел фінансування окремих інвестиційних проектів; чинні законодавчі та нормативні регламентації інвестиційної діяльності підприємств.

4. Забезпечення зв'язку інвестиційної програми з виробничою і фінансовою програмою підприємства. Інвестиційна діяльність підприємства здійснюється у нерозривному зв'язку з його операційною і фінансовою діяльністю. Цей зв'язок забезпечується комплексним формуванням грошових потоків за розглянутими видами діяльності підприємства у межах конкретних тимчасових періодів. Так, реалізація кожного інвестиційного проекту та інвестиційної програми у цілому має бути забезпечена відповідним фінансуванням, яке синхронізоване з нею у часі. Зворотний потік інвестованого капіталу, що забезпечує передбачену ефективність кожного інвестиційного проекту та інвестиційної програми у цілому, має бути забезпечений випуском і реалізацією відповідної продукції у запланованих обсягах і термінах. Саме тому у процесі формування інвестиційної програми необхідно синхронізувати її основні параметри з відповідними параметрами виробничої й фінансової програм розвитку підприємства.

5. Забезпечення збалансованості інвестиційної програми по найважливіших параметрах. Внутрішня збалансованість інвестиційної

програми підприємства забезпечується, насамперед, ефективним співвідношенням таких найважливіших її параметрів як рівні дохідності, ризику й ліквідності. Таке співвідношення параметрів інвестиційної програми у цілому визначається за шкалою «дохідність-ризик» і «дохідність-ліквідність» з урахуванням вибраної інвестиційної ідеології (агресивної, помірної або консервативної). У процесі забезпечення збалансованості інвестиційної програми за розглянутими параметрами мають бути вишукані резерви зниження рівня ризику й підвищення рівня ліквідності при заданому значенні рівня її дохідності.

З урахуванням розглянутих основних принципів формування програми реальних інвестицій підприємства здійснюється в основні етапи, представлені на рис. 12.7.

1. Вибір головного критерію відбору проектів в інвестиційну програму підприємства. Оскільки основною метою інвестиційного менеджменту є забезпечення максимального добробуту власників підприємства, що досягається за рахунок зростання його ринкової вартості, головний критерій відбору проектів має бути пов'язаний з показниками їхньої ефективності, що віддзеркалюють темп або обсяг приросту капіталу у процесі інвестиційної діяльності. У інвестиційній практиці така перевага віддається, як правило, показникові чистого приведенного доходу (іноді у цих цілях використовується також показник внутрішньої ставки дохідності). Вибір у якості головного критерію відбору проектів в інвестиційну програму підприємства показника чистого приведенного доходу пов'язаний з тим, що він дає найбільш наочне уявлення про можливість приросту власного капіталу (а, відповідно, і ринкової вартості підприємства) як в абсолютному, так і у відносному вираженні.

2. Диференціація кількісних значень головного критерію відбору за видами інвестиційних проектів для обґрунтування скринінгових інвестиційних рішень. З метою здійснення відбору інвестиційних проектів по вибраному головному критерію, він повинен мати певне кількісне значення.

У практиці інвестиційного менеджменту це кількісне значення головного критеріального показника відбору диференціюється зазвичай за формами здійснення реальних інвестицій (проекти, що забезпечують різні форми реального інвестування можуть мати різні кількісні значення головного критеріального показника), а також за характером самих проектів. Зокрема, диференціація кількісних значень головного критерію відбору здійснюється за незалежними, взаємозалежними і взаємовиключними інвестиційними проектами.

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

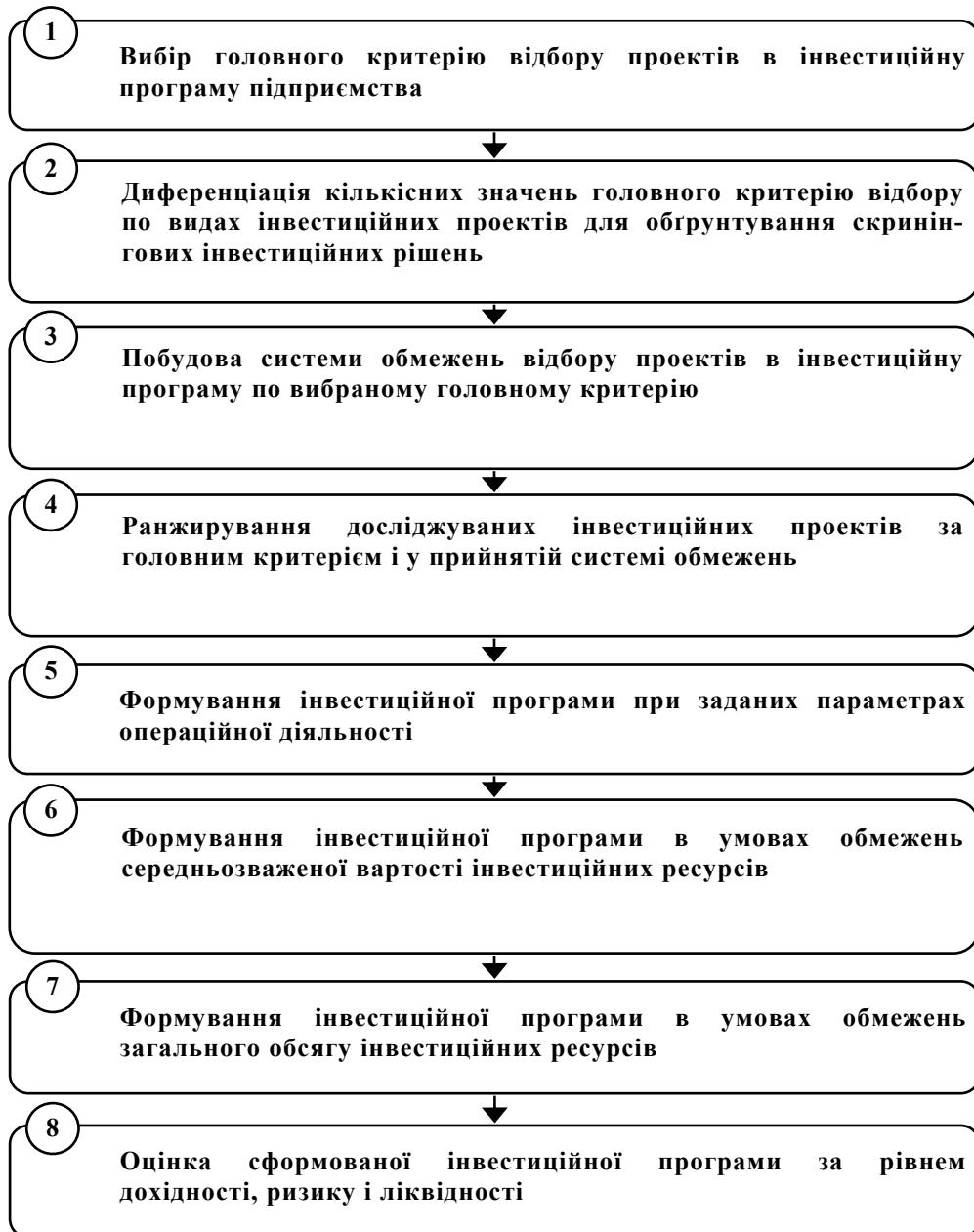


Рис. 12.7. Основні етапи формування програми реальних інвестицій підприємства

По незалежних інвестиційних проектах кількісним значенням головного критерію відбору зазвичай виступає цільовий стратегічний норматив ефективності інвестиційної діяльності (цільовий норматив одного з показників оцінки ефективності інвестиційних проектів при їхньому відборі).

По взаємозалежних інвестиційних проектах аналогічний критерій приймається не по кожному конкретному інвестиційному проекті, а по всьому їх взаємозалежному комплексу.

По взаємовиключних інвестиційних проектах відбір здійснюється за найвищим значенням вибраного головного критеріального показника (на основі його порівняльної оцінки).

Диференціація кількісних значень головного критерію відбору дозволяє обґрунтовувати «скринінгові інвестиційні рішення» на першому етапі формування програми реальних інвестицій. Під цим терміном розуміється відсівання із загальної кількості розглянутих інвестиційних проектів тих із них, які не відповідають кількісному значенню головного критерію їхнього відбору в інвестиційну програму підприємства.

3. Побудова системи обмежень відбору проектів в інвестиційну програму за обраним головним критерієм. Система обмежень, що встановлюється у процесі відбору реальних інвестиційних проектів у сформовану інвестиційну програму підприємства, включає, як правило, основні й допоміжні нормативні показники.

У якості *основних обмежуючих нормативних показників* встановлюються, як правило, такі:

- один з альтернативних показників ефективності проекту (наприклад, при головному критеріальному показнику – чистий приведений дохід, обмежуючими показниками ефективності можуть бути вибрані: мінімальна внутрішня ставка дохідності або максимальний дисконтований період окупності проекту);
- максимально припустимий рівень загального ризику проекту;
- максимально припустимий період або мінімальний коефіцієнт ліквідності інвестицій.

У якості *допоміжних обмежуючих нормативних показників* можуть бути використані такі:

- рівень готовності інвестиційного проекту до реалізації (наявність завершеного бізнес-плану; завершеність проектних робіт; апробованість схем фінансування проекту тощо);

- передбачуваний період здійснення інвестиційної стадії проекту (до його виходу на експлуатаційну стадію й початок формування зворотного грошового потоку);
- рівень реалізованості проекту (по економічних, техніко-технологічних, економічних та інших параметрах);
- інноваційний рівень проекту (його відповідність останнім досягненням технологічного прогресу);
- можливість диверсифікації ризику інвестиційної програми підприємства за рахунок галузевої або регіональної спрямованості проекту;
- синхронність формування прогнозних грошових потоків по реалізації інвестиційного проекту і його фінансуванню з різних джерел;
- можливість відстрочки реалізації інвестиційного проекту без істотного негативного впливу з позицій реалізації стратегічних цілей розвитку підприємства.

Побудова системи обмежень відбору проектів дозволяє поглибити обґрунтування скринінгових інвестиційних рішень у процесі формування програми реальних інвестицій підприємства.

4. Ранжирування досліджуваних інвестиційних проектів за головним критерієм і у прийнятій системі обмежень. Процес такого ранжирування складається з декількох етапів.

На першому етапі інвестиційні проекти після відповідного скринінгового очищення ранжуються по вибраному головному критерію їхнього відбору в інвестиційну програму підприємства (методика такого ранжирування проектів по показниках оцінки їх ефективності розглянута раніше).

На другому етапі інвестиційні проекти, які намічені до включення у програму реальних інвестицій підприємства ранжуються по кожному із показників, включених у систему обмежень їх відбору (за методикою, аналогічною ранжируванню проектів за головним критерієм їхнього відбору).

На третьому етапі шляхом визначення конкретної значимості кожного обмеження для інвестиційної діяльності підприємства окремі рангові значення інвестиційних проектів інтегруються у єдиний їх ранговий показник по усій системі обмежень. До встановлення конкретної значимості обмежень можуть бути залучені експерти.

На четвертому етапі ранжирування окремих інвестиційних проектів уточнюється за обраним головним критерієм з урахуванням їхнього інтегрального рангового значення по системі обмежень.

5. Формування інвестиційної програми при заданих параметрах операційної діяльності. У практиці інвестиційного менеджменту часто зустрічається ситуація, коли пріоритетом інвестиційної діяльності підприємства на окремих етапах його стратегічного розвитку виступає необхідність швидкого виходу на задані обсяги виробництва та реалізації продукції (при стратегії прискореного росту, стратегії прискореної галузевої або регіональної диверсифікації операційної діяльності тощо). У цьому випадку програма реальних інвестицій підприємства формується за критерієм відбору інвестиційних проектів на основі показника продуктивності інвестованого капіталу (для цього ранжирування інвестиційних проектів здійснюється за показником обсягу виробництва або реалізації продукції на одиницю інвестованого капіталу).

Для рішення цього завдання розробляється спеціальна модель оптимізації інвестиційної програми підприємства при заданій виробничій програмі (заданому обсязі приросту виробництва або реалізації продукції). Вихідними умовами побудови такої моделі є:

- розглянуті інвестиційні проекти незалежні, тобто не виключають один одного;
- до моменту формування інвестиційної програми уже визначено необхідний приріст виробництва (реалізації) продукції відповідно до стратегічних цілей розвитку підприємства;
- у процесі попереднього розгляду інвестиційних проектів підприємства проведено їх ранжирування за показником обсягу виробництва (реалізації) продукції на одиницю інвестованого капіталу (при відповідному їхньому скринінговому очищенню за системою обраних обмежень).

Графічно зазначена модель формування інвестиційної програми підприємства представлена на рис. 12.8.

Як видно з наведеного рисунка, в умовах досліджуваного обмеження інвестиційна програма підприємства може бути сформована за рахунок інвестиційних проектів «А», «Б», «В», «Г» і «Д» (усі інші проекти за цим критерієм мають бути відхилені). У цьому випадку заданий обсяг приросту операційної діяльності буде забезпечений при мінімальній сумі інвестованого у реалізацію проектів капіталу.

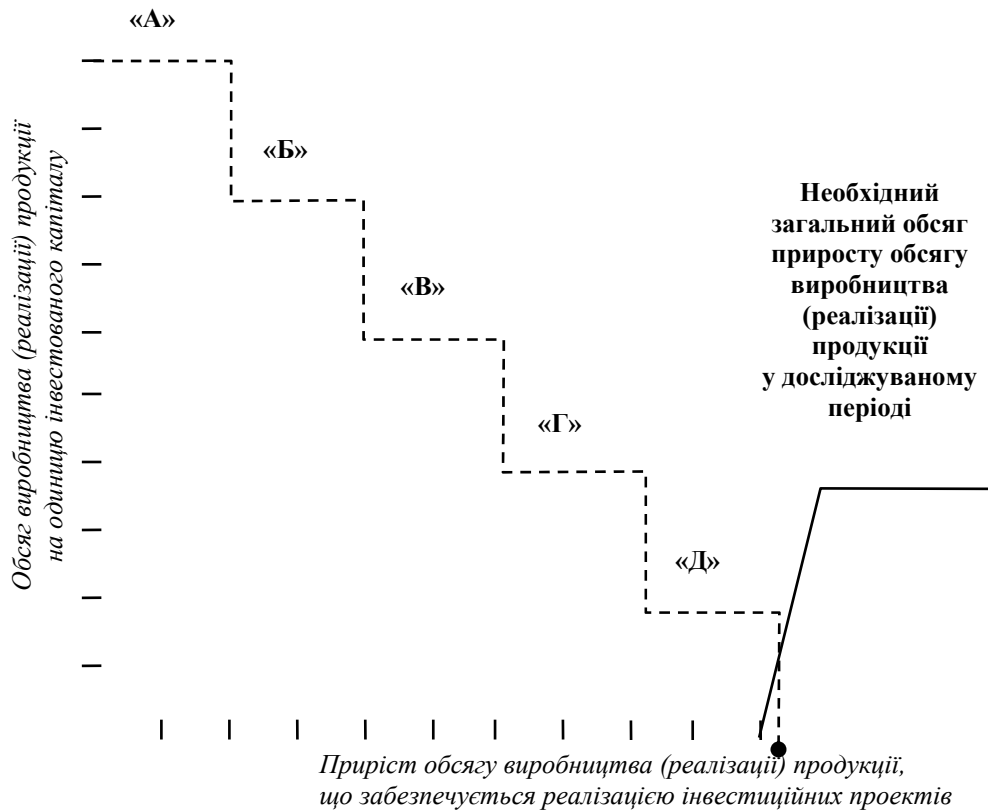


Рис. 12.8. Графічна модель формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмеження параметрів операційної діяльності

6. Формування інвестиційної програми в умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів. Така ситуація виникає у тому випадку, якщо реалізація інвестиційних проектів пов'язана з використанням позикового капіталу, обсяг і вартість залучення якого зростають при розширенні обсягів інвестиційної діяльності. Вихідними умовами побудови моделі рішення цього завдання є:

- розглянуті інвестиційні проекти незалежні, тобто не виключають один одного;
- при формуванні інвестиційної програми чітко визначені показники граничної вартості інвестиційних ресурсів (ГВІР) при збільшенні обсягу додаткового залучення капіталу;

- у процесі розгляду інвестиційних проектів підприємства зроблене їхнє попереднє ранжирування за показником внутрішньої ставки дохідності (ВСД), що у цих цілях обирається як головний критеріальний показник їх відбору в інвестиційну програму (при відповідному їхньому скринінговому очищенні за системою обраних обмежень). Графічно модель формування інвестиційної програми в умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів представлена на рис. 12.9.

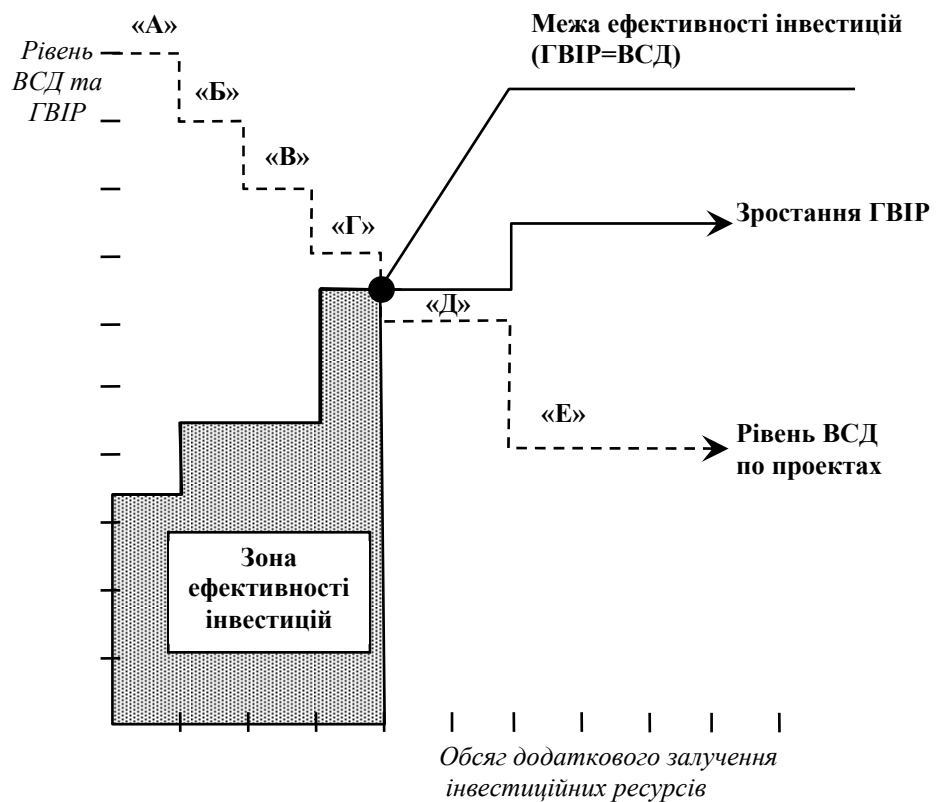


Рис. 12.9. Графічна модель формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень середньозваженої вартості інвестиційних ресурсів

Як видно з результатів співставлення, для реалізації у системі інвестиційної програми підприємства, яка формується, можуть бути прийняті лише інвестиційні проекти «А», «Б», «В» і «Г», рівень внут-

рішньої ставки дохідності (ВСД) по яких перевищує показник граничної вартості додатково залученого для цього капіталу (ГВІР). За цим самим критерієм оцінки інвестиційні проекти «Д» та «Е» мають бути відхилені.

7. Формування інвестиційної програми в умовах обмежень загального обсягу інвестиційних ресурсів. Така ситуація виникає у тому випадку, якщо можливості формування власних інвестиційних ресурсів у підприємства обмежені, а обсяг запозичень капіталу понад певні межі може негативно відбитися на стані його фінансової стійкості і платоспроможності. Вихідні умови побудови моделі, що вирішує це завдання, ті самі, що й у попередньому випадку. Вони доповнюються лише загальним обсягом можливого залучення підприємством інвестиційних ресурсів для реалізації реальних проектів, що включаються до його інвестиційної програми.

Графічно модель формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень загального обсягу інвестиційних ресурсів представлена на рис. 12.10.

З наведеного рисунка видно, що в умовах досліджуваного обмеження інвестиційна програма підприємства може бути сформована за рахунок інвестиційних проектів «А», «Б» і «В» (усі інші проекти за цим критерієм мають бути відхилені).

8. Оцінка сформованої інвестиційної програми за рівнем дохідності, ризику й ліквідності. Сукупна оцінка сформованої інвестиційної програми підприємства за цими показниками дозволяє оцінити ефективність усієї роботи з її формування.

Рівень дохідності інвестиційної програми визначається на основі загального показника чистого приведенного доходу або чистого інвестиційного прибутку за всіма включеними у неї інвестиційними проектами (розрахованими у єдиній розмірності часу).

Рівень ризику інвестиційної програми визначається шляхом розрахунку коефіцієнта варіації по ній (по очікуваному рівню варіабельності показників чистого грошового потоку або чистого інвестиційного прибутку).

Рівень ліквідності інвестиційної програми визначається на основі середньозваженого коефіцієнта ліквідності інвестицій по окремих проектах (зважених на обсяг необхідних інвестиційних ресурсів по них).

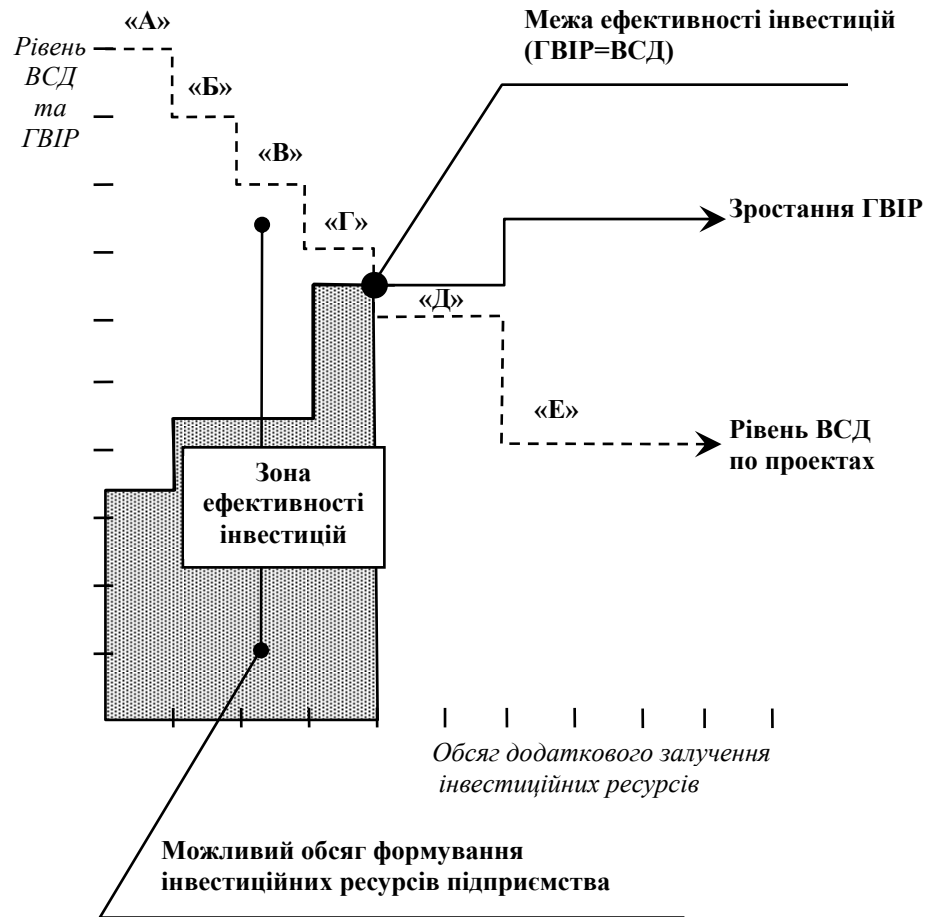


Рис. 12.10. Графічна модель формування інвестиційної програми підприємства в умовах обмежень загального обсягу інвестиційних ресурсів

Остаточне формування інвестиційної програми підприємства здійснюється з урахуванням усіх трьох її параметрів, виходячи із пріоритетів, обумовлених підприємством. Цей процес характеризується в інвестиційному менеджменті як обґрунтування «преферентивних інвестиційних рішень». Під цим терміном розуміється остаточний відбір найкращих для підприємства інвестиційних проектів у його інвестиційну програму, що забезпечує реалізацію його інвестиційної стратегії.

12.5. Ризик та реальні опціони у оцінюванні реальних інвестиційних проектів

Під ризикованістю інвестиційного проекту розуміють відхилення його грошових потоків від очікуваних значень, що призводить до мінливості показників ефективності проектів.

Основними методами оцінювання ризикованості проекту реальних інвестицій є: аналіз чутливості проекту, аналіз сценаріїв проекту, метод імітаційного моделювання (метод Монте-Карло). Метод «дерева рішень» («дерева вірогідностей») проекту.

I. Аналіз чутливості проекту полягає в оцінці впливу основних параметрів на результативні показники ефективності реального інвестиційного проекту. Такий аналіз здійснюється у розрізі наступних етапів.

1. Вибір для аналізу пріоритетних показників ефективності проекту.

Аналіз чутливості проекту принципово може бути проведено за допомогою одного з показників його ефективності – чистого приведенного доходу, індексу (коефіцієнту) прибутковості, індексу (коефіцієнту) рентабельності, періоду окупності, внутрішньої ставки дохідності. Разом з тим, з урахуванням раніше розглянутих переваг і недоліків кожного з оціночних показників ефективності проекту, пріоритет у такому виборі слід віддавати показникам чистого приведенного доходу або внутрішній ставці дохідності.

2. Вибір для аналізу системи основних вихідних (факторних) показників, що впливають на можливу зміну обраного показника ефективності проекту.

Оскільки практично усі показники оцінки ефективності інвестиційного проекту побудовані на зіставленні обсягу інвестиційних витрат і суми чистого грошового потоку, при виборі факторних показників слід звернути увагу на ті з них, які, на думку аналітика, мають найбільший вплив на згадані елементи визначення обраного показника ефективності.

3. Побудова моделі розрахунку впливу кожного з вихідних (факторних) показників на обраний показник ефективності проекту.

Така модель будується окремо по кожному факторному показнику методом прямого рахунку або на основі кореляційного аналізу за попередній період. Однофакторна модель регресії, що враховує вплив розглянутого вихідного (факторного) показника на зміну показника ефективності проекту, зазвичай має такий вигляд:

$$En = a + b\Phi, \quad (12.12)$$

де E_n – значення аналізованого показника ефективності проекту при зміні вихідного (факторного) показника його розрахунку;
 Φ – значення вихідного (факторного) показника;
 a, b – числові параметри моделі.

4. Визначення аналітичного періоду здійснення розрахунків.

Аналіз чутливості проекту може проводитися як за допомогою одного з етапів проектного циклу, так і за всім періодом проектного циклу. Як правило, для аналізу обирається другий варіант аналітичного періоду, якщо інформаційна база аналізу дозволяє прогнозувати можливі зміни окремих первинних (факторних) показників у процесі повної реалізації проекту.

5. Встановлення базового значення кожного з вихідних (факторних) показників, за яким розраховувався обраний показник ефективності проекту.

Система таких базових значень усіх вихідних показників міститься в проектному обґрунтуванні (у відповідних його розділах – виробничому, маркетинговому, фінансовому та інших).

6. Визначення можливого діапазону зміни кожного вихідного (факторного) показника під час реалізації проекту. У процесі цього етапу аналізу визначається мінімально і максимально можлива зміна базового вихідного (факторного) показника до кінця аналітичного періоду. Розрахунок можливих змін ведеться у відсотках до базового значення вихідного показника. Загальний діапазон можливої зміни вихідного показника також визначається у відсотках (як різниця між максимальним і мінімальним розміром його можливого відхилення).

7. Розрахунок очікуваної зміни обраного показника ефективності проекту при екстремальних значеннях можливої зміни кожного вихідного (факторного) показника.

Такий розрахунок здійснюється як за мінімальним, так і по максимальному можливому значенню кожного вихідного показника на основі раніше побудованих моделей визначення їхнього впливу на обраний показник ефективності проекту. Результати розрахунку дозволяють отримати кількісні значення показника ефективності проекту при мініальному і максимальному значенні кожного з вихідних (факторних) показників.

8. Встановлення можливого діапазону значень обраного показника ефективності проекту у діапазоні вимірювання кожного вихідного (факторного) показника.

З цією метою спочатку визначається розмір відхилень показника ефективності проекту (при мінімальному і максимальному значенні вихідного показника) від базового його значення (у відсотках до базового значення). Потім, як різниця між максимальним і мінімальним значеннями показника ефективності, визначається можливий діапазон його коливань (у відсотках) залежно від зміни кожного вихідного показника.

9. Визначення рівня чутливості обраного показника ефективності проекту до зміни кожного вихідного (факторного) показника.

Цей рівень може бути встановлений на основі розрахунку коефіцієнта еластичності або графічним методом.

Коефіцієнт еластичності показника ефективності проекту від вихідного (факторного) показника його формування визначається на основі наступної формули:

$$KE_n = \frac{ДЗ_{\text{еп}}}{ДЗ_{\text{ф}}}, \quad (12.13)$$

де KE_n – коефіцієнт еластичності зміни показника ефективності проекту від зміни вихідного (факторного) показника на 1%;

$ДЗ_{\text{еп}}$ – діапазон зміни показника ефективності проекту у межах можливого діапазону зміни вихідного (факторного) показника;

$ДЗ_{\text{ф}}$ – можливий діапазон зміни вихідного (факторного) показника, встановлений у процесі аналізу.

Графічний метод визначення рівня чутливості показника ефективності проекту від вихідного (факторного) показника його формування передбачає побудову графіка, по осі абсцис якого відкладається відсоткова шкала діапазону зміни вихідного (факторного) показника, а по осі ординат – кількісне значення обраного показника ефективності.

10. Ранжування вихідних (факторних) показників за ступенем їх впливу на зміну обраного показника ефективності проекту.

Таке ранжування вихідних показників здійснюється на основі розрахованих коефіцієнтів еластичності зміни обраного показника ефективності проекту від зміни кожного з вихідних показників. Рангова послідовність вихідних показників встановлюється у напрямі зниження значення коефіцієнта еластичності (тобто зниження ступеня його впливу на показник ефективності) – перший ранг присвоюється вихідному показнику з найвищим значенням коефіцієнта еластичності.

Ранжування розглянутих показників може здійснюватися і за результатами графічної інтерпретації ступеня чутливості показника ефективності за проектом.

У процесі ранжирування у загальній системі вихідних показників встановлюються найбільш важливі з них («ключові факторні показники»), які генерують настільки високий ризик, що ефективність проекту у процесі його реалізації може бути поставлена під загрозу.

До системи ключових факторних показників включаються ті з них, за якими коефіцієнт еластичності зміни показника ефективності проекту дорівнює або перевищує одиницю.

Графічним методом можна визначити і рівень критичних (катастрофічних) втрат, загроза яких генерує можливу зміну первинних (факторних) показників. До таких вихідних показників відносяться ті, за якими лінія відгуку досягає абсциси, тобто формує критичний рівень втрат чистого приведенного доходу. При перетині цієї лінії у поле негативних значень показника чистого приведенного доходу втрати досягають катастрофічного рівня, тобто пов'язані із втратою частини або повного обсягу інвестованого капіталу.

Характеризуючи метод аналізу чутливості проекту у системі методів діагностики проектного ризику, слід відзначити його простоту і наочність, а також те, що він дозволяє ідентифікувати систему факторних показників, які генерують найбільшу загрозу досягнення розрахункової ефективності (це дозволяє сконцентрувати моніторинг і контроль цих показників у процесі реалізації проекту).

У той же час, методу аналізу чутливості проекту притаманні суттєві недоліки, котрі знижують ефективність його використання для діагностики проектного ризику. Одним з таких недоліків є те, що він розглядає вплив кожного із факторних показників на ефективність проекту ізольовано один від одного, тоді як у реальній практиці вони взаємодіють комплексно, частково взаємно зменшуючи або посилюючи ступінь цього впливу. Окрім того, істотним недоліком цього методу є те, що він не дозволяє отримати комплексну оцінку вірогідності ступеня ризику проекту за допомогою одного з показників оцінки його ефективності на основі його коливання під впливом усіх розглянутих факторів.

II. Аналіз сценаріїв проекту. Основним завданням використання цього аналітичного методу є комплексна оцінка впливу усіх основних вихідних (факторних) показників на ефективність реального інвестиційного проекту при різних можливих умовах (сценаріях) його реалізації –

від найкращих до найгірших. У процесі цього аналізу усі варійовані вихідні (факторні) показники проекту моделюються з урахуванням їхньої взаємозалежності. По кожному з розглянутих сценаріїв проекту визначається ймовірність його виникнення. На основі можливих коливань показників ефективності проекту при різних умовах (сценаріях) його реалізації визначаються середньоквадратичне (стандартне) відхилення і коефіцієнт варіації, які висловлюють ступінь проектного ризику. Чим вище значення цих показників, тим відповідно вищим вважається рівень проектного ризику.

Аналіз сценаріїв проекту у процесі оцінки ступеня його ризику здійснюється у розрізі наступних основних етапів:

1. Вибір для аналізу пріоритетного показника ефективності проекту. Із раніше розглянутої системи показників оцінки ефективності проекту для його сценарного аналізу може бути обраний будь-який з них. Однак, на думку більшості фахівців, для проведення аналізу сценаріїв проекту у якості пріоритетного найбільше підходить показник чистого приведенного доходу.

2. Визначення кількості і видів сценаріїв можливої реалізації проекту. У звичайній практиці сценарного аналізу проектів для дослідження обирається від 3 до 5 варіантів (сценаріїв) можливих умов реалізації проекту. Ці умови мають визначати увесь діапазон можливих змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища і параметрів внутрішнього потенціалу підприємства – від найкращих до найгірших. Стандартним варіантом вважається аналітичний набір, який складається з трьох видів сценаріїв можливих умов реалізації проекту, що впливають на його ефективність, – «оптимістичний», «реалістичний» і «песимістичний». У деяких випадках для уточнення динаміки окремих вихідних (факторних) показників можливої реалізації проекту обираються ще два проміжних сценарії – один між «оптимістичним» і «реалістичним», другий – між «реалістичним» і «песимістичним».

3. Визначення ступеню ймовірності реалізації кожного з можливих сценаріїв розвитку проекту. Завдання такої ймовірності кожного із розглянутих сценаріїв є найбільш складним етапом здійснення аналізу, що вимагає високої кваліфікації виконавців. Це пов'язане з тим, що заданий рівень ймовірності у процесі подальших розрахунків впливає на визначений рівень проектного ризику. Завдання ступеню ймовірності кожному з прийнятих сценаріїв можливої реалізації проекту здійснюється експертним шляхом (при необхідності для цих цілей запрошують експертів-прогнозистів). Загальна сума усіх заданих ймовірностей за сценаріями проекту має складати 100% (або 1 при десятковій системі).

4. *Моделювання значень усього комплексу основних вихідних (факторних) показників проекту, відповідних кожному з можливих сценаріїв його реалізації.* На початковій стадії цього етапу визначається перелік таких показників, які були покладені в основу обраного показника ефективності проекту. На наступній стадії значення цих показників моделюються для двох екстремальних сценаріїв – «оптимістичного» і «песимістичного», тобто для можливих найкращих і найгірших умов реалізації проекту. І, нарешті, на заключній стадії моделюються значення цих показників з урахуванням можливої їх динаміки для усіх проміжних сценаріїв реалізації проекту.

5. *Розрахунок обраного показника ефективності проекту по кожному з можливих сценаріїв його реалізації.* У процесі цього етапу спочатку визначаються розрахункові значення показників «обсягу інвестиційних витрат» і «суми чистого грошового потоку» по кожному з можливих сценаріїв (виходячи з раніше змодельованих значень основних вихідних показників по кожному сценарію). Потім, на основі розрахованих значень показників обсягу інвестиційних витрат і суми чистого грошового потоку, визначається значення обраного показника ефективності проекту по кожному варіанту сценарію.

6. *Розрахунок середньозваженого показника ефективності проекту із заданими можливостями реалізації кожного з можливих сценаріїв розвитку проекту.* Такий розрахунок здійснюється за наступною формулою:

$$\bar{E}_n = \frac{\sum_{i=1}^n E_i \cdot P_i}{100}, \quad (12.14)$$

де $\bar{E}_n$ – середньозважений показник ефективності, обраний для здійснення аналізу сценаріїв проекту;

E_i – значення показника ефективності проекту, що відповідає кожному конкретному (i -му) варіанту сценарію;

P_i – значення ймовірності, заданий кожному конкретному (i -му) варіанту сценарію (у відсотках);

n – загальна кількість розглянутих варіантів сценаріїв можливої реалізації проекту.

7. *Оцінка загального рівня ризику проекту на основі показників середньоквадратичного (стандартного) відхилення і коефіцієнта*

варіації. Зазначені показники найбільшим чином характеризують рівень проектного ризику і найбільш наочні при порівняльній його оцінці за різними проектами.

Розглядаючи метод аналізу сценаріїв проекту у загальній системі методів діагностики проектного ризику, слід зазначити: на відміну від методу аналізу чутливості проекту він дозволяє отримати більш комплексну оцінку рівня цього ризику, вираженого конкретними показниками – середньоквадратичним (стандартним) відхиленням і коефіцієнтом варіації обраного для оцінки показника ефективності. Однак недоліком цього методу є те, що завдання ймовірності реалізації кожного зі сценаріїв мають суб'єктивний характер, що привносить відповідний елемент суб'єктивізму і в отриманні кінцевих результатів оцінки рівня проектного ризику.

III. Метод імітаційного моделювання (метод Монте-Карло).

Основним завданням використання цього аналітичного методу є комплексна оцінка проектного ризику на основі багаторазової імітації умов формування показників ефективності проекту та їх відхилення від розрахункового або середнього значення. Імітаційне моделювання ґрунтується на побудові математичної моделі формування показників ефективності проекту, встановлення меж можливих змін і форм корелятивних зв'язків окремих первинних (факторних) показників, які формують цю ефективність, і багаторазового комп'ютерного моделювання імовірнісних сценаріїв зміни окремих первинних (факторних) показників з метою отримання адекватних їм значень можливого розподілу показників ефективності проекту.

Як видно з цієї загальної характеристики методу імітаційного моделювання, він істотно поглиблює аналітичний апарат раніше розглянутих методів – аналізу чутливості та аналізу сценаріїв проекту. Якщо метод аналізу чутливості проекту досліджує ізольовано вплив кожного з первинних (факторних) показників на ефективність, то даний метод, визначаючи корелятивний зв'язок між первинними показниками, дозволяє досліджувати цей вплив комплексно. Порівняно з методом аналізу сценаріїв, цей метод істотно розширює досліджуване поле умов реалізації проекту, моделюючи не 3–5 можливих сценаріїв, а багато їх сотень (використовуючи можливості сучасної комп'ютерної техніки).

Імітаційне моделювання за методом Монте-Карло у процесі оцінки рівня ризику інвестиційного проекту здійснюється у розрізі наступних основних етапів.

1. Вибір для аналізу пріоритетного показника ефективності проекту.

Використання методу імітаційного моделювання можливе при оцінці рівня ризику проекту за допомогою одного з показників його ефективності. Більш того, імітаційне моделювання за методом Монте-Карло може здійснюватися одночасно по всьому блоку основних показників оцінки ефективності проекту, але формування таких моделей є дуже складним процесом. Тому у практиці використання цього методу для аналізу ризику вибирається лише один з показників оцінки ефективності проекту, як правило, чистий приведений дохід.

2. Побудова математичної моделі і комп'ютерної програми формування обраного показника ефективності проекту на основі первинних (факторних) показників.

Така математична модель формалізує усю систему поетапних розрахунків обраного показника ефективності проекту і встановлює ступінь зв'язку між значенням кожного вихідного первинного показника і кінцевим результативним значенням ефективності. На основі побудови математичної моделі розробляється відповідна розрахункова комп'ютерна модель.

3. Обмеження діапазону можливого коливання первинних (факторних) показників у процесі реалізації проекту.

Виходячи з ретроспективної і прогнозованої зміни окремих факторів, що впливають на ефективність інвестиційної діяльності, за кожним первинним (факторним) показником встановлюється мінімальна і максимальна межа його значень, у діапазоні яких будуть здійснюватися імітаційні розрахунки. Таке обмеження діапазону здійснюється лише за тими первинними (факторними) показниками, які можуть варіювати у процесі реалізації проекту.

4. Встановлення та математичний вираз форм корелятивних зв'язків між окремими первинними (факторними) показниками, що формують ефективність проекту.

На цьому етапі визначається наявність такого зв'язку між показниками, його характер і близькість (наприклад, зв'язок між рівнем ціни на продукцію та обсягом її реалізації).

Необхідність встановлення таких зв'язків між окремими первинними показниками визначається тим, що якщо вибір значень одного з корелюючих показників у процесі імітаційних розрахунків буде носити випадковий характер, то значення іншого буде вже детерміновано зробленим вибором.

5. Завдання типу розподілу ймовірності окремих первинних (факторних) показників у процесі реалізації проекту.

Це один з найбільш складних етапів формування імітаційної моделі, оскільки він вимагає проведення відповідних ретроспективних економіко-математичних досліджень на великій статистичній базі за кожним з показників. У результаті здійснення цього етапу по кожному первинному (факторному) показнику встановлюється відповідний йому тип розподілу ймовірності (нормальне, крокове, однакове тощо).

6. Багаторазово повторювана випадкова вибірка одного з можливих значень кожного первинного (факторного) показника і визначення адекватних їм значень обраного показника ефективності проекту.

Цей етап і характеризує безпосередньо процес імітаційного моделювання по комп'ютерній програмі, що відображає раніше визначені умови й обмеження. Кожна випадкова вибірка одного з можливих значень будь-якого первинного (факторного) показника розглядається як один з можливих сценаріїв реалізації проекту, що змінюють обраний показник його ефективності. Залежно від характеру проекту, у процесі імітаційного моделювання таких сценаріїв може формуватися від декількох сотень до декількох тисяч.

7. Побудова за результатами багаторазового імітаційного моделювання умов реалізації проекту графіка і моделі ймовірнісного розподілу обраного показника ефективності проекту.

Цей етап здійснюється на комп'ютері після завершення імітації можливих сценаріїв реалізації проекту.

8. Статистичний аналіз отриманої ймовірнісної моделі для визначення рівня проектного ризику.

У процесі цього аналізу визначаються середньоквадратичне (стандартне) відхилення, коефіцієнт варіації та інші показники, що характеризують рівень проектного ризику.

Характеризуючи метод імітаційного моделювання у цілому, слід зазначити, що він дозволяє найбільш повно врахувати увесь діапазон невизначеностей вихідних значень первинних (факторних) показників проекту, які можуть мати місце у процесі реалізації проекту. Окрім того, шляхом встановлення обмежень необхідних значень показників ефективності проекту можна найбільш широко використовувати інформаційну базу аналізу проектних ризиків. Нарешті, метод Монте-Карло дозволяє отримати інтервальні значення показників проектних ризиків, у рамках яких можлива успішна реалізація проекту.

Однак широке практичне використання цього методу стримує низка обставин. Однією з них є необхідність формування надійної програмної підтримки, що вимагає певної індивідуалізації з урахуванням особливостей проекту. Крім того, серйозною проблемою є встановлення типу розподілу ймовірності, що задається за окремими первинними (факторними) показниками, яке вимагає досить високого рівня професійної підготовки аналітика.

IV. Метод «дерева рішень» («дерева ймовірностей») проекту.

Основним завданням цього методу є комплексна оцінка рівня ризику проекту на основі графічного представлення можливих сценаріїв його реалізації із встановленням ймовірності виникнення кожного з них. Кожна з повних гілок ілюструє одну з альтернатив можливої реалізації проекту і відповідного їй очікуваного значення показника його ефективності. Усі ймовірні значення показника ефективності проекту майбутнього періоду пов'язуються із їх значеннями, очікуваними у попередньому періоді. Таким чином, комплексна оцінка рівня ризику проекту на кінцевій стадії його реалізації корелюється з відповідними рівнями ризику проекту на попередніх стадіях цього процесу, тобто відображає характер можливих змін первинних (факторних) показників, які формують ефективність, у часі.

Аналіз рівня проектного ризику з використанням методу «дерева рішень» («дерева ймовірностей») здійснюється у розрізі наступних основних етапів:

1. Вибір для аналізу пріоритетного показника ефективності проекту. Цей метод дозволяє використовувати для оцінки рівня проектного ризику будь-який з раніше розглянутих показників його ефективності. Найбільш часто для проведення такої оцінки обирається показник чистого приведенного доходу.

2. Розподіл загального періоду реалізації проекту на окремі етапи, протягом яких можливі суттєві зміни первинних (факторних) показників, які формують ефективність проекту. Такі етапи визначаються за результатами прогнозування динаміки факторів зовнішнього середовища, що здійснюється у процесі підготовки інвестиційного проекту. Якщо таке прогнозування ускладнене, то у якості етапів може бути прийнятий кожен рік реалізації проекту. Виділяючи окремі етапи, слід забезпечувати розумне обмеження загальної їхньої кількості, оскільки збільшення кількості етапів значно ускладнює проведення подальших розрахунків.

3. Визначення можливих альтернатив прийняття рішень, пов'язаних зі зміною первинних показників, які формують ефективність проекту. На цьому етапі розглядаються лише такі альтернативи прийняття рішень, які викликають зміни первинних (факторних) показників, а, отже, призводять до адекватної зміни значення обраного показника ефективності проекту. Кожне з подальших рішень, які формуються у межах окремої «гілки» графіка «дерева рішень» («дерева ймовірностей»), має базуватися на попередньому варіанті альтернативи по цій «гілці». Кожній розглянутій альтернативі прийняття рішень має відповідати новий набір значень первинних (факторних) показників проекту, котрі формують його ефективність.

4. Визначення ймовірності прийняття кожного з альтернативних рішень, пов'язаних зі зміною первинних показників, які формують ефективність проекту. Така ймовірність задається по кожній з альтернатив у розрізі окремих «гілок» графіка «дерева рішень» («дерева ймовірностей») по кожному з етапів. Основою встановлення такої ймовірності є експертна оцінка можливих сценаріїв реалізації проекту.

5. Визначення розміру обраного показника ефективності проекту, відповідного кожному з можливих альтернативних рішень у процесі його реалізації. Такий розрахунок здійснюється на основі набору значень первинних (факторних) показників проекту, відповідних кожному з можливих альтернативних рішень. З огляду на те, що результати розрахунку відображають значення показника ефективності проекту по окремих етапах його реалізації, вони мають бути приведені до теперішньої вартості. Щоб уникнути дублювання в оцінці ризику, при розрахунках теперішньої вартості показника ефективності для дисконтування повинна використовуватися **безризикова ставка** відсотка.

6. Розрахунок середньозваженого показника ефективності проекту із заданими величинами ймовірності прийняття кожного альтернативного рішення у процесі реалізації проекту. Такий розрахунок ведеться за показниками ефективності кожного з варіантів можливих альтернативних рішень на заключному етапі реалізації проекту (кінцевим значенням цього показника по кожній «гілці» графіка «дерева рішень»). Розрахунок здійснюється за формулою:

$$\bar{E}_n = \sum_{i=1}^n E_i \cdot P_i, \quad (12.15)$$

- де $\bar{E}_n$ – середньозважений показник ефективності, обраний для оцінки проектного ризику;
- E_i – значення показника ефективності у дійсній вартості на кінцевому етапі аналізу (на останній «гілці» графіка «дерева рішень»);
- P_i – значення ймовірності, задане кожному з можливих альтернативних рішень на кінцевому етапі аналізу, виражене у десятковому дробу. Це значення визначають шляхом перемноження значень ймовірностей на усіх етапах реалізації проекту по конкретній «гілці» графіка «дерева рішень»;
- n – загальне число етапів, обраних для аналізу.

7. Оцінка загального рівня ризику проекту на основі показників середньоквадратичного (стандартного) відхилення і коефіцієнта варіації. Розрахунок цих показників здійснюється за стандартними формулами, що враховують відхилення усіх можливих значень показників ефективності за розглянутими альтернативами прийняття рішень від середньозваженого його значення. На основі цих показників інтерпретується рівень ризику по окремих проектах і проводиться порівняльний аналіз рівня ризику по різних інвестиційних проектах підприємства.

Використання стандартних методів оцінювання ефективності інвестиційних проектів виходить з того, що упродовж обмеженого горизонту планування грошових потоків від реалізації проекту вони є достатньо передбачуваними і незмінними. Проте на практиці, особливо в умовах високого рівня ризику (і не тільки), менеджери у процесі реалізації проектів приймають рішення, які можуть суттєво впливати на обсяг та розподіл грошових потоків у часі, що змінює у підсумку результати проекту.

Застосування методу реальних (управлінських) опціонів дозволяє забезпечити гнучкість у оцінці ефективності та врахувати усі можливості менеджменту зі зміни ходу реалізації проекту.

Реальні (управлінські) опціони – можливості, що дозволяють приймати рішення, які впливають на очікувані грошові потоки та тривалість життєвого циклу проекту.

Наявність певних реальних опціонів підвищує привабливість інвестиційних проектів. Виокремлюють наступні види реальних опціонів:

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

1. Опціон розширення (або скорочення) – можливість розширення операційної діяльності в умовах сприятливої кон'юнктури, що призводить до збільшення грошових потоків (або скорочення діяльності у несприятливих умовах для зменшення втрат).

2. Опціон відмови – можливість «виходу» з проекту з мінімізацією втрат. Зазвичай, опціон відмови передбачає можливість продажу активів, що задіяні у проекті, або їхнє альтернативне використання.

3. Опціон відстрочки – можливість відстрочити реалізацію проекту, що дозволяє реалізовувати його з більш повним та якісним інформаційним забезпеченням.

Ефективність проекту з урахуванням реальних опціонів є сумою чистої приведенної вартості проекту та вартості управлінського опціону:

$$E_{\text{пр}} = \text{ЧПД}_{\text{пр}} + \text{ВО}, \quad (12.16)$$

де $E_{\text{пр}}$ – ефективність інвестиційного проекту;
 $\text{ЧПД}_{\text{пр}}$ – чистий приведений дохід по інвестиційному проекту;
 ВО – вартість реального опціону.

При оцінюванні вартості реальних опціонів перевагу віддають не методичним підходам оцінки фінансових опціонів, а менш точним методам, а саме, методу «дерева вірогідностей».

Глава 13

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

13.1. Форми фінансових інвестицій та особливості управління ними

Фінансове інвестування здійснюється підприємством у таких основних формах (рис. 13.1).

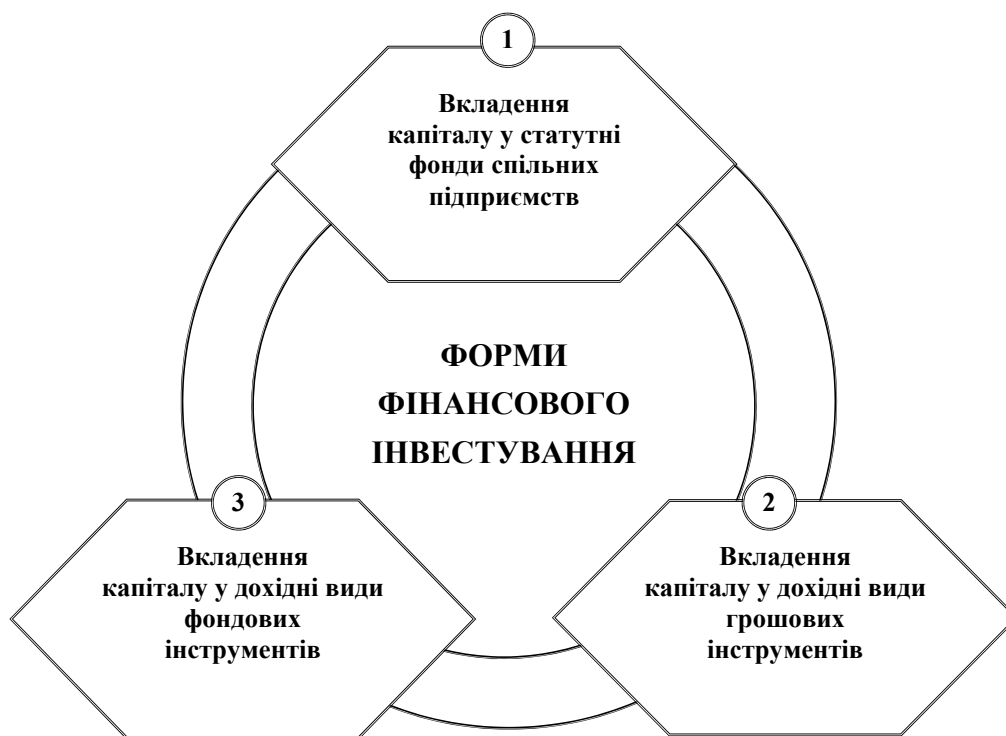


Рис. 13.1. Основні форми фінансового інвестування, що здійснюються підприємством

1. Вкладення капіталу у статутні фонди спільних підприємств. Ця форма фінансового інвестування має найбільш тісний зв'язок з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує зміцнення стратегічних господарських зв'язків з постачальниками сировини й матеріалів (при участі у їх статутному капіталі), розвиток своєї виробничої інфраструктури (при вкладенні капіталу у транспортні та інші аналогічні підприємства), розширення можливості збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки (шляхом вкладення капіталу у статутні фонди підприємств торгівлі); різні форми галузевої й товарної диверсифікації операційної діяльності та інших стратегічних напрямів розвитку підприємства. За своїм змістом ця форма фінансового інвестування багато у чому підмінює реальне інвестування, будучи при цьому менш капіталомісткою й більш оперативною. Пріоритетною метою цієї

форми інвестування є не стільки отримання високого інвестиційного прибутку (хоча мінімально необхідний його рівень має бути забезпечений), скільки встановлення форм фінансового впливу на підприємства для забезпечення стабільного формування свого операційного прибутку.

2. Вкладення капіталу у дохідні види грошових інструментів.

Ця форма фінансового інвестування спрямована насамперед на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Як правило, ця форма використовується для короткострокового інвестування капіталу, її головною метою є генерування інвестиційного прибутку.

3. Вкладення капіталу у дохідні види фондових інструментів.

Ця форма фінансових інвестицій є найбільш масовою і перспективною. Вона характеризується вкладенням капіталу у різні види цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку (так звані «ринкові цінні папери»). Використання цієї форми фінансового інвестування пов'язане із широким вибором альтернативних інвестиційних рішень, як по інструментах інвестування, так і по його строках; більш високим рівнем державного регулювання й захищеності інвестицій; розвиненою інфраструктурою фондового ринку; наявністю інформації про стан і кон'юнктуру фондового ринку у розрізі окремих його сегментів, яка оперативно надається, та інших факторів. Основною метою цієї форми фінансового інвестування також є генерування інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках вона може бути використана для встановлення форм фінансового впливу на окремі компанії при рішенні стратегічних завдань (шляхом придбання контрольного або достатньо вагомого пакета акцій).

З урахуванням особливостей і форм фінансового інвестування організовується управління ним на підприємстві.

Управління фінансовими інвестиціями підприємства є системою принципів і методів забезпечення вибору найбільш ефективних фінансових інструментів вкладення капіталу і його своєчасного реінвестування.

Управління фінансовими інвестиціями підпорядковується загальній інвестиційній політиці підприємства і спрямоване на досягнення його інвестиційних цілей.

Процес управління фінансовими інвестиціями підприємства здійснюється у такі основні етапи (рис. 13.2):



Рис. 13.2. Основні етапи управління фінансовими інвестиціями підприємства

1. Аналіз стану фінансового інвестування у попередньому періоді. Основною метою проведення такого аналізу є вивчення тенденцій динаміки масштабів, форм та ефективності фінансового інвестування на підприємстві у ретроспективі.

На першій стадії аналізу вивчається загальний обсяг інвестування капіталу у фінансові активи, визначаються темпи зміни цього обсягу й питомої ваги фінансового інвестування у загальному обсязі інвестицій підприємства у передплановому періоді.

На другій стадії аналізу досліджуються основні форми фінансового інвестування, їхнє співвідношення, спрямованість на вирішення стратегічних завдань розвитку підприємства.

На третій стадії аналізу вивчається склад конкретних фінансових інструментів інвестування, їхня динаміка й питома вага у загальному обсязі фінансового інвестування.

На четвертій стадії аналізу оцінюється рівень дохідності окремих фінансових інструментів і фінансових інвестицій у цілому. Він визначається як відношення суми доходів, отриманих у різних формах по окремих фінансових інструментах (з її коректуванням на індекс інфляції), до суми інвестованих у них засобів. Рівень дохідності фінансових інвестицій підприємства зіставляється із середнім рівнем дохідності на фінансовому ринку й рівнем рентабельності власного капіталу.

На п'ятій стадії аналізу оцінюється рівень ризику окремих фінансових інструментів інвестування та їх портфеля у цілому. Така оцінка здійснюється шляхом розрахунку коефіцієнта варіації отриманого інвестиційного доходу за низку попередніх звітних періодів. Розрахований рівень ризику зіставляється з рівнем дохідності інвестиційного портфеля та окремих фінансових інструментів інвестування (відповідність цих показників ринковій шкалі «дохідність-ризик»).

На шостій стадії аналізу оцінюється рівень ліквідності окремих фінансових інструментів інвестування та їх портфеля у цілому. Оцінка цього показника здійснюється на основі розрахунку коефіцієнта ліквідності інвестицій на дату проведення аналізу (в останньому звітному періоді). Розрахований рівень ліквідності зіставляється з рівнем дохідності інвестиційного портфеля та окремих фінансових інструментів інвестування.

Проведений аналіз дозволяє оцінити обсяг і ефективність портфеля фінансових інвестицій підприємства у попередньому періоді.

2. Визначення обсягу фінансового інвестування у майбутньому періоді. Цей обсяг на підприємствах, котрі не є інституціональними інвесторами, зазвичай невеликий і визначається обсягом вільних фінансових засобів, які накопичують заздалегідь для здійснення майбутніх реальних інвестицій або інших витрат майбутнього періоду. Позикові кошти до фінансового інвестування підприємства як правило не залучаються (за винятком окремих періодів, коли рівень дохідності цінних паперів істотно перевищує рівень ставки відсотка за кредит).

Певний обсяг фінансового інвестування диференціюється у розрізі довго- і короткострокових періодів його здійснення. Обсяг довгострокового фінансового інвестування визначається у процесі вирішення завдань ефективного використання інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, які формуються на довгостроковій основі. Обсяг короткострокового фінансового інвестування визначається у процесі вирішення завдань ефективного використання тимчасово вільного залишку

грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), утвореного у зв'язку з нерівномірністю формування позитивних і негативного грошових потоків.

3. Вибір форм фінансового інвестування. У межах планованого обсягу фінансових засобів, які виділяються для цього, визначаються конкретні форми такого інвестування, розглянуті вище. Вибір цих форм залежить від характеру завдань, розв'язуваних підприємством у процесі своєї господарської діяльності.

Рішення стратегічних завдань розвитку операційної діяльності пов'язане з вибором таких форм фінансового інвестування, як вкладення капіталу у статутні фонди спільних підприємств і придбання контрольного пакета акцій окремих компаній, що представляють стратегічний інтерес для цілей диверсифікації цієї діяльності.

Вирішення завдань приросту капіталу у довгостроковому періоді пов'язане, як правило, з його вкладеннями у довгострокові фондові й грошові інструменти, прогнозна дохідність яких з урахуванням рівня ризику задовольняє інвестора.

Рішення завдань отримання поточного доходу і протиінфляційного захисту тимчасово вільних грошових активів пов'язане зазвичай з вибором короткострокових грошових або боргових фондових інструментів інвестування, реальний рівень дохідності яких не нижче сформованої норми прибутку на інвестований капітал (який відповідає шкалі «дохідність-ризик»).

4. Оцінка інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. Методи такої оцінки диференціюються залежно від видів цих інструментів; основним показником оцінки є рівень їхньої дохідності, ризику й ліквідності. У процесі оцінки докладно досліджуються фактори, що визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних внесків у комерційних банках тощо. У системі такого аналізу отримує віддзеркалення оцінка інвестиційної привабливості галузей економіки та регіонів країни, у якій здійснює свою господарську діяльність той або інший емітент цінних паперів. Важливу роль у процесі оцінки відіграє також характер обігу тих або інших фінансових інструментів інвестування на організованому й неорганізованому інвестиційних ринках.

5. Формування портфеля фінансових інвестицій. Це формування здійснюється з урахуванням оцінки інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. У процесі їхнього відбору до сформованого портфеля ураховуються такі основні фактори: тип портфеля

фінансових інвестицій, сформований відповідно до його пріоритетної мети; необхідність диверсифікації фінансових інструментів портфеля; необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля та інші. Особлива роль при формуванні портфеля фінансових інвестицій надається забезпеченню відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності у цілому. Сформований з урахуванням викладених факторів портфель фінансових інвестицій має бути оцінений по співвідношенню рівня доходності, ризику й ліквідності для того, аби переконатися у тому, що по своїх параметрах він відповідає тому типу портфеля, який визначений цілями його формування. При необхідності посилення цілеспрямованості портфеля у нього вносяться необхідні корективи.

6. Забезпечення ефективного оперативного управління портфелем фінансових інвестицій. При істотних змінах кон'юнктури фінансового ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів знижуються. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій забезпечується своєчасна його реструктуризація з метою підтримки цільових параметрів його первісного формування.

Таким чином, у процесі здійснення управління фінансовими інвестиціями визначаються основні параметри інвестиційної діяльності підприємства у цій сфері та її найважливіші критерії.

13.2. Оцінка вартості окремих фінансових інструментів інвестування

Ефективність окремих фінансових інструментів інвестування, як і реальних інвестицій, визначається на основі співставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, та сум зворотного грошового потоку по них, з іншого. Разом з тим, формування цих показників в умовах фінансового інвестування має істотні відмітні риси.

Насамперед, у сумі зворотного грошового потоку при фінансовому інвестуванні відсутній показник амортизаційних відрахувань, оскільки фінансові інструменти, на відміну від реальних інвестицій, не містять у своєму складі активів, які амортизуються. Саме тому основу поточного зворотного грошового потоку по фінансових інструментах інвестування становлять суми періодично виплачуваних за ними відсотків (на внески у статутні фонди; на депозитні внески у банках; по облігаціях та інших боргових цінних паперах) і дивідендів (по акціях та інших дольових цінних паперах).

Крім того, оскільки фінансові активи підприємства (якими є фінансові інструменти інвестування) не амортизуються, вони продаються (погашаються) наприкінці терміну їхнього використання підприємством (або наприкінці обумовленого фіксованого строку їх обігу) за тією ціною, що склалася на них на момент продажу на фінансовому ринку (або за заздалегідь обумовлену фіксовану суму). Отже, до складу зворотного грошового потоку по фінансових інструментах інвестування входить вартість їхньої реалізації по закінченню строку їх використання (фіксованої вартості по боргових фінансових активах і поточної курсової вартості по дольових фінансових активах).

Певні відмінності є й у формуванні норми прибутку на інвестований капітал. Якщо по реальних інвестиціях цей показник опосередковується рівнем майбутнього операційного прибутку, що складається в умовах об'єктивно існуючих галузевих обмежень, то по фінансових інвестиціях інвестор сам вибирає очікувану норму прибутку з урахуванням рівня ризику вкладень у різні фінансові інструменти. Обережний (або консервативний) інвестор віддасть перевагу вибору фінансових інструментів з невисоким рівнем ризику (а, відповідно, і з невисокою нормою інвестиційного прибутку), у той час як ризиковий (або агресивний) інвестор віддасть перевагу вибору для інвестування фінансових інструментів з високою нормою інвестиційного прибутку (незважаючи на високий рівень ризику по них).

Зважаючи на те, що очікувана норма інвестиційного прибутку задається самим інвестором, цей показник слугує основою формування й суми інвестиційних витрат у той або інший інструмент фінансового інвестування, що має забезпечити йому очікувану суму прибутку. Ця розрахункова сума інвестиційних витрат є реальною вартістю фінансового інструмента інвестування, що складається в умовах очікуваної норми прибутку по ньому з урахуванням відповідного рівня ризику.

Якщо фактична сума інвестиційних витрат по фінансовому інструменту буде перевищувати його реальну вартість, то ефективність фінансового інвестування знизиться (тобто інвестор не одержить очікувану суму інвестиційного прибутку). І, навпаки, якщо фактична сума інвестиційних витрат буде нижчою реальної вартості фінансового інструмента, то ефективність фінансового інвестування зросте (тобто

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

інвестор отримає інвестиційний прибуток у сумі, яка буде більшою очікуваної).

Виходячи з викладеного, *оцінка ефективності того або іншого фінансового інструмента інвестування зводиться до оцінки реальної його вартості, що забезпечує отримання очікуваної норми інвестиційного прибутку по ньому*. Принципова модель оцінки вартості фінансового інструмента інвестування має такий вигляд:

$$B_{\text{ФІ}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ЗГП}}{(1 + \text{НП})^n}, \quad (13.1)$$

- де
- $B_{\text{ФІ}}$ – реальна вартість фінансового інструмента інвестування;
 - ЗГП – очікуваний зворотний грошовий потік за період використання фінансового інструмента;
 - НП – очікувана норма прибутку по фінансовому інструменту, виражена десятковим дробом (формується інвестором самостійно з урахуванням рівня ризику);
 - n – кількість періодів формування зворотних потоків (по усіх їхніх формах).

Особливості формування зворотного грошового потоку по окремих видах фінансових інструментів визначають розмаїття варіацій використовуваних моделей оцінки їх реальної вартості. Система основних із цих моделей оцінки наведена на рис. 13.3.

Розглянемо зміст цих моделей стосовно боргових і дольових фінансових інструментів інвестування на прикладі облігацій і акцій.

Моделі оцінки вартості облігацій побудовані на наступних вихідних показниках:

- а) номінал облігації;
- б) сума відсотка, що виплачується по облігації;
- в) очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма дохідності) по облігації;
- г) кількість періодів до строку погашення облігації.

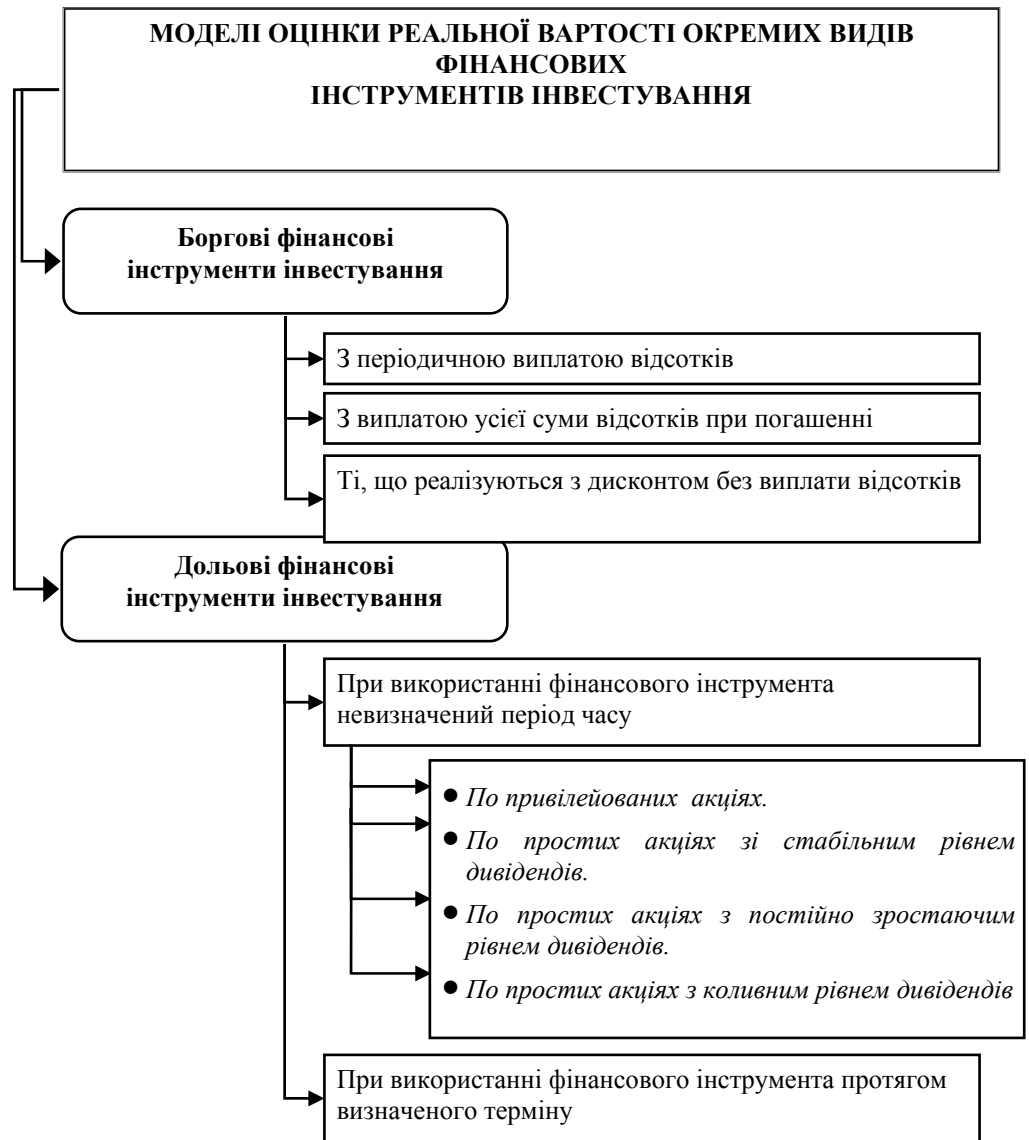


Рис. 13.3. Система основних моделей оцінки реальної вартості окремих видів фінансових інструментів інвестування

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Базисна модель оцінки вартості облігації [Basis Bond Valuation Model] або *облігації з періодичною виплатою відсотків* має такий вигляд:

$$BO_{\text{Б}} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{B_o}{(1 + \text{НП})^t} \right) + \frac{H_o}{(1 + \text{НП})^n}, \quad (13.2)$$

- де $BO_{\text{Б}}$ – реальна вартість облігації з періодичною виплатою відсотків;
 B_o – сума відсотка, що виплачується у кожному періоді (є добутком її номіналу на оголошену ставку відсотка);
 H_o – номінал облігації, що підлягає погашенню наприкінці терміну її обігу;
 НП – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по облігації, виражена десятковим дробом;
 n – кількість періодів, що залишаються до строку погашення облігації.

Економічний зміст *Базисної моделі оцінки вартості облігації* (облігації з періодичною виплатою відсотків) полягає у тому, що її поточна реальна вартість дорівнює сумі усіх відсоткових надходжень по ній за період її обігу, який залишився, і номіналу, приведених до теперішньої вартості за дисконтною ставкою, що дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

Модель оцінки вартості облігації з виплатою усієї суми відсотків при її погашенні має такий вигляд:

$$BO_{\text{П}} = \frac{H_o + B_{\text{К}}}{(1 + \text{НП})^n}, \quad (13.3)$$

- де $BO_{\text{П}}$ – реальна вартість облігації з виплатою усієї суми відсотків при її погашенні;
 $B_{\text{К}}$ – сума відсотка по облігації, яка підлягає виплаті наприкінці терміну її обігу;
 H_o – номінал облігації, що підлягає погашенню наприкінці терміну її обігу;

НП – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по облігації, виражена десятковим дробом;
 n – кількість періодів, що залишаються до строку погашення облігації (по яких встановлена норма прибутку).

Економічний зміст цієї моделі полягає у тому, що поточна реальна вартість облігації з виплатою усієї суми відсотків при її погашенні, дорівнює сукупним виплатам номіналу і сумі відсотка по ній, приведеним до теперішньої вартості по дисконтній ставці, яка дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

Модель оцінки вартості облігації, що реалізується з дисконтом без виплати відсотків, має такий вигляд:

$$BO_{\text{д}} = \frac{H_0}{(1 + \text{НП})^n}, \quad (13.4)$$

де $BO_{\text{д}}$ – реальна вартість облігації, реалізованої з дисконтом без виплати відсотків по ній;
 H_0 – номінал облігації, що підлягає погашенню наприкінці терміну її обігу;
НП – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по облігації, виражена десятковим дробом;
 n – кількість періодів, що залишаються до строку погашення облігації (по яких встановлена норма прибутку).

Економічний зміст цієї моделі полягає у тому, що поточна реальна вартість облігації, реалізованої з дисконтом без виплати відсотків по ній, є її номіналом, приведеним до теперішньої вартості по дисконтній ставці, яка дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

Трансформуючи відповідним чином зазначені моделі (тобто змінюючи розрахунковий показник, що підлягає визначенню), можна по кожному виду облігацій розрахувати очікувану норму валового інвестиційного прибутку (дохідності), якщо показник реальної вартості

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

облігації замінити на фактичну ціну її реалізації на фондовому ринку (комплекс таких моделей широко представлений у спеціальній літературі з питань обігу фондових інструментів).

Для оцінки поточного рівня валового інвестиційного прибутку по облігаціях використовується коефіцієнт її поточної дохідності, що розраховується за формулою:

$$K_{\text{пдо}} = \frac{H_o \cdot \text{CB}}{\text{BO}}, \quad (13.5)$$

де $K_{\text{пдо}}$ – коефіцієнт поточної дохідності облігації;
 H_o – номінал облігації;
 CB – оголошена ставка відсотка (так звана «купонна ставка»), виражена десятковим дробом;
 BO – реальна поточна вартість облігації (або її поточна ціна).

Моделі оцінки вартості акцій побудовані по таких вихідних показниках:

- а) вид акції – привілейована або проста;
- б) сума дивідендів, що передбачається до отримання у конкретному періоді;
- в) очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації (при використанні акції протягом заздалегідь визначеного періоду);
- г) очікувана норма валового інвестиційного прибутку (норма дохідності) по акціях;
- д) число періодів використання акції.

Модель оцінки вартості привілейованої акції ґрунтується на тому, що ці акції надають право їхнім власникам на отримання регулярних дивідендних виплат у фіксованому розмірі. Вона має такий вигляд:

$$\text{BA}_{\text{п}} = \frac{D_{\text{п}}}{\text{НП}}, \quad (13.6)$$

де $\text{BA}_{\text{п}}$ – реальна вартість привілейованої акції;
 $D_{\text{п}}$ – сума дивідендів, що передбачені до виплати по привілейованій акції у майбутньому періоді;
 НП – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по привілейованій акції, виражена десятковим дробом.

Економічний зміст цієї моделі полягає у тому, що поточна реальна вартість привілейованої акції є часткою від розподілу суми передбачених по ній дивідендів на очікувану інвестором норму валового інвестиційного прибутку.

Модель оцінки вартості простої акції при її використанні протягом невизначеного тривалого періоду має такий вигляд:

$$BA_H = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_A}{(1 + НП)^n}, \quad (13.7)$$

- де BA – реальна вартість акції, що використовується протягом невизначеного тривалого періоду;
 D_A – сума дивідендів, що передбачається до отримання у кожному n -ому періоді;
 $НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акціях, виражена десятковим дробом;
 n – кількість періодів, які включені у розрахунок.

Економічний зміст цієї моделі полягає у тому, що поточна реальна вартість акції, яка використовується протягом невизначеного тривалого періоду часу (невизначене число років), є сумою передбачуваних до отримання дивідендів по окремих майбутніх періодах, приведену до теперішньої вартості по дисконтній ставці, яка дорівнює очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності).

Розглянутий варіант – лише гіпотетичний випадок, бо жоден інвестор не планує тримати свої фінансові активи достатньо тривалий час (за цей строк йому випаде низка можливостей реінвестувати капітал на більш вигідних умовах) і тим більше не зможе скласти тривалий прогноз одержання дивідендів в умовах нашої економіки. Тому розглянемо більш типові ситуації, коли грошовий потік буде складатися не тільки з дивідендів, але й вартості акції, яка зросла, при її реалізації.

Модель оцінки вартості простої акції, що використовується протягом заздалегідь визначеного терміну, має такий вигляд:

$$BA_o = \sum_{t=1}^n \left(\frac{D_A}{(1 + НП)^t} \right) + \frac{KB_A}{(1 + НП)^n}, \quad (13.8)$$

- де BA_o – реальна вартість акції, яка використовується протягом заздалегідь визначеного терміну;
 D_A – сума дивідендів, що передбачається до отримання у кожному n -ому періоді;
 KB_A – очікувана курсова вартість акції наприкінці періоду її реалізації;
 $НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акціях, виражена десятковим дробом;
 n – кількість періодів, включених у розрахунок.

Економічний зміст цієї моделі полягає у тому, що поточна реальна вартість акції, що використовується протягом заздалегідь визначеного терміну, дорівнює сумі передбачуваних до отримання дивідендів у використовуваних періодах і очікуваній курсовій вартості акції у момент її реалізації, наведеної до дійсної вартості по дисконтній ставці, рівній очікуваній нормі валового інвестиційного прибутку (дохідності). Іншими словами, економічний зміст даної моделі є аналогічним основній моделі оцінки облігацій. Відмінності полягають лише у тому, що замість суми відсотків використовуються показники диференційованої по роках суми дивідендів, а замість номіналу облігації – прогнозна ринкова ціна акції у момент її реалізації. Сам же механізм розрахунку поточної ринкової вартості при цьому не змінюється.

Розглянута принципова модель оцінки вартості акцій при її використанні протягом невизначеного періоду часу має низку варіантів:

• *модель оцінки вартості простих акцій зі стабільним рівнем дивідендів така:*

$$BA_c = \frac{D_A}{НП}, \quad (13.9)$$

- де BA_c – реальна вартість акцій зі стабільним рівнем дивідендів;
 D_A – річна сума постійного дивіденду;
 $НП$ – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акції, виражена десятковим дробом;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

• модель оцінки вартості простих акцій з постійно зростаючим рівнем дивідендів (вона відома як «Модель Гордона») має такий вигляд:

$$BA_{зр} = \frac{D_0 \cdot (1 + T_d)}{NP - T_d}, \quad (13.10)$$

де $BA_{зр}$ – реальна вартість акції з постійно зростаючим рівнем дивідендів;

D_0 – сума останнього виплаченого дивіденду;

T_d – темп приросту дивідендів, виражений десятковим дробом;

NP – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акції, виражена десятковим дробом;

• модель оцінки вартості акцій зі змінним рівнем дивідендів по окремих періодах має такий вигляд:

$$BA_з = \frac{D_1}{1 + NP} + \frac{D_2}{1 + NP} + \dots + \frac{D_n}{1 + NP}, \quad (3.11)$$

де $BA_з$ – реальна вартість акції зі змінним рівнем дивідендів по окремих періодах;

$D_1 - D_n$ – сума дивідендів, що прогнозується до отримання у кожному n -ому періоді;

NP – очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по акціях, виражена десятковим дробом.

Оцінка реальної вартості фінансового інструмента у співставленні із ціною його поточного ринкового котирування або розрахована очікувана норма валового інвестиційного прибутку (дохідності) по ньому є основним критерієм прийняття управлінських рішень по здійсненню тих або інших фінансових інвестицій. Разом з тим, у процесі прийняття таких управлінських рішень можуть бути враховані й інші фактори – умови емісії цінних паперів, галузева або регіональна приналежність емітента, рівень активності обігу тих або інших інструментів фінансового інвестування на ринку та інші.

13.3. Формування портфеля фінансових інвестицій

Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфеля». Воно базується на тому, що більшість інвесторів обирають для здійснення фінансового інвестування більше, ніж один фінансовий інструмент, тобто формують певну їхню сукупність. Цілеспрямований підбір таких інструментів є процесом формування інвестиційного портфеля.

Інвестиційний портфель – це цілеспрямовано сформована сукупність фінансових інструментів, призначених для здійснення фінансового інвестування відповідно до розробленої інвестиційної політики. Оскільки на переважній більшості підприємств, що здійснюють фінансове інвестування, основним його об'єктом є цінні папери, для таких підприємств поняття «інвестиційний портфель» ототожнюється з поняттям «фондовий портфель» (або «портфель цінних паперів»).

Головною метою формування інвестиційного портфеля є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш дохідних і безпечних фінансових інструментів. З урахуванням сформульованої головної мети будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля, основними з яких є:

- 1) забезпечення високого рівня формування інвестиційного доходу у поточному періоді;
- 2) забезпечення високих темпів приросту капіталу, що інвестується, у майбутній довгостроковій перспективі;
- 3) забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків, пов'язаних з фінансовим інвестуванням;
- 4) забезпечення необхідної ліквідності інвестиційного портфеля;
- 5) забезпечення максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Перераховані конкретні цілі формування інвестиційного портфеля значним чином є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі деякою мірою досягається за рахунок істотного зниження рівня формування інвестиційного доходу у поточному періоді (і навпаки). Темпи приросту інвестованого капіталу й рівень формування поточного інвес-

тиційного доходу перебувають у прямому зв'язку з рівнем інвестиційних ризиків. Забезпеченню необхідної ліквідності портфеля може перешкоджати включення у нього як високодохідних, так і низькоризикових фінансових інструментів інвестування.

Альтернативність цілей формування інвестиційного портфеля визначає різноманітність політики фінансового інвестування підприємства, що, у свою чергу, визначає конкретний тип інвестиційного портфеля, який формується.

Розглянемо сучасні підходи до типізації інвестиційних портфелів підприємства, що забезпечують реалізацію конкретних форм його політики фінансового інвестування. Така типізація проводиться за основними ознаками, представленими на рис. 13.4.

1. За цілями формування інвестиційного доходу розрізняють два основних типи інвестиційного портфеля – портфель доходу і портфель росту.

Портфель доходу – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку у поточному періоді незалежно від темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі. Іншими словами, цей портфель орієнтований на високу поточну віддачу інвестиційних витрат, незважаючи на те, що у майбутньому періоді ці витрати могли б забезпечити отримання більш високої норми інвестиційного прибутку на вкладений капітал.

Портфель росту є інвестиційним портфелем, сформованим за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу у майбутній довгостроковій перспективі незалежно від рівня формування інвестиційного прибутку у поточному періоді. Іншими словами, цей портфель орієнтований на забезпечення високих темпів росту ринкової вартості підприємства (за рахунок приросту капіталу у процесі фінансового інвестування), оскільки норма прибутку при довгостроковому фінансовому інвестуванні завжди є вищою, ніж при короткостроковому. Формування такого інвестиційного портфеля можуть дозволити собі лише досить стійкі у фінансовому відношенні підприємства.

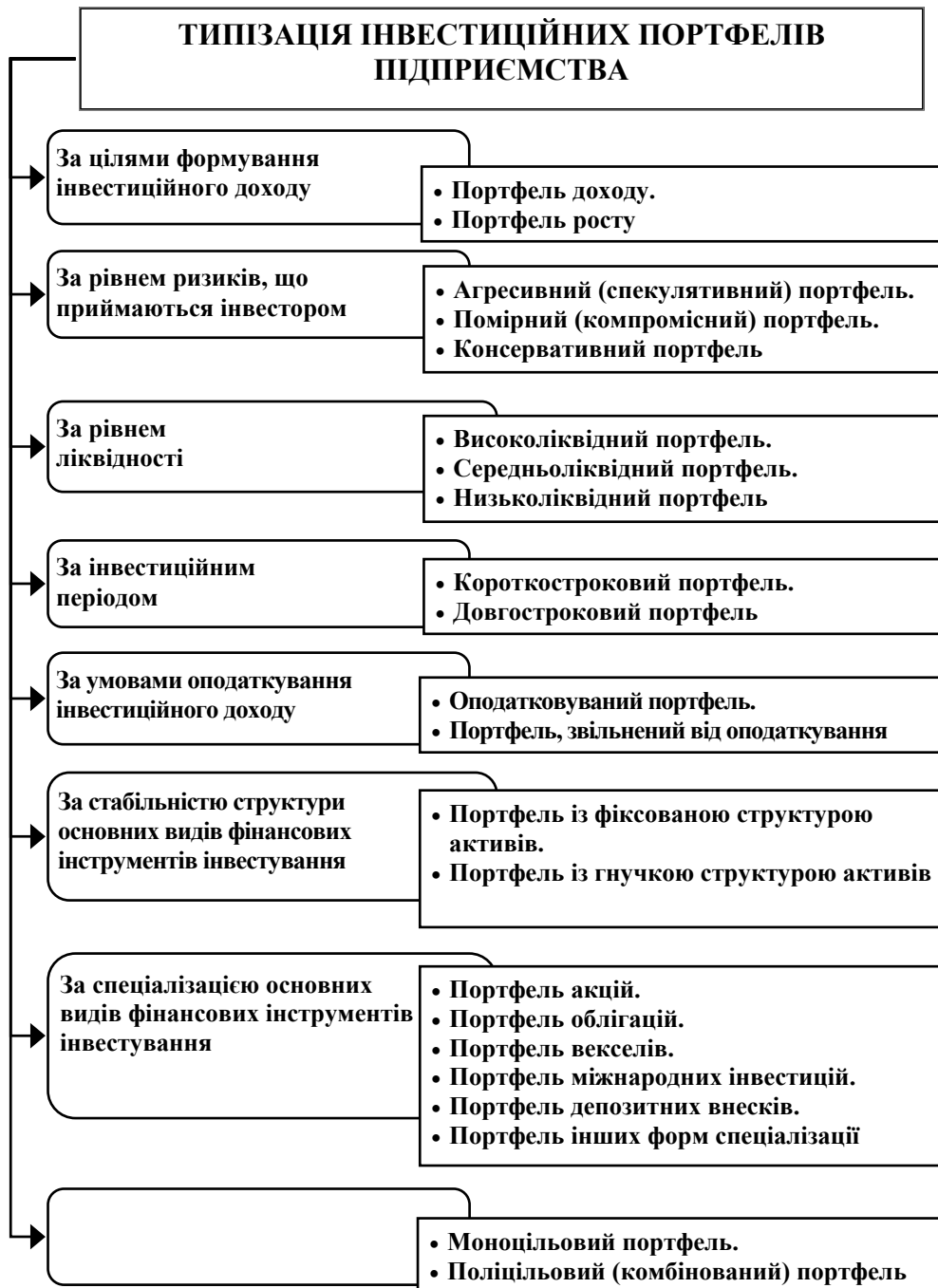


Рис. 13.4. Типізація інвестиційних портфелів підприємства за основними ознаками

2. За рівнем ризиків, що приймаються інвестором, розрізняють три основних типи інвестиційного портфеля – агресивний (спекулятивний) портфель; помірний (компромісний) портфель і консервативний портфель. Така типізація портфелів ґрунтується на диференціації рівня інвестиційного ризику (а, відповідно, й рівня інвестиційного прибутку), на який згодний піти конкретний інвестор у процесі фінансового інвестування (рис 13.5).

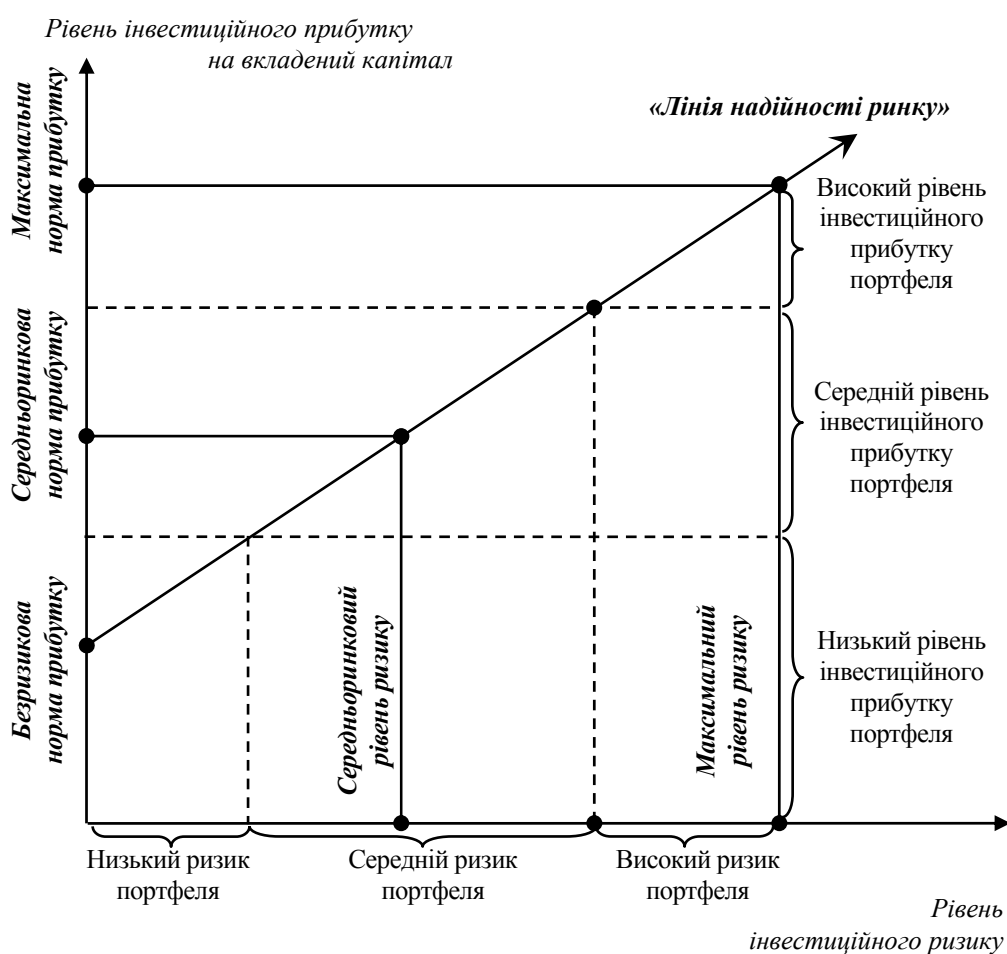


Рис. 13.5. Залежність норми інвестиційного прибутку портфеля від рівня портфельного ризику

Агресивний (спекулятивний) портфель – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації поточного доходу або приросту інвестованого капіталу незалежно від супутнього йому рівня інвестиційного ризику. Він дозволяє отримати максимальну норму інвестиційного прибутку на вкладений капітал, однак це супроводжується найвищим рівнем інвестиційного ризику, при якому інвестований капітал може бути втрачений повністю або у значній частці.

Помірний (компромісний) портфель є сформованою сукупністю фінансових інструментів інвестування, по якому загальний рівень портфельного ризику наближений до середньоринкового. Природно, що по такому інвестиційному портфелю й норма інвестиційного прибутку на вкладений капітал буде також наближена до середньоринкової.

Консервативний портфель – це інвестиційний портфель, сформований за критерієм мінімізації рівня інвестиційного ризику. Такий портфель, сформований найбільш обережними інвесторами, практично виключає використання фінансових інструментів, рівень інвестиційного ризику по яких перевищує середньоринковий. Консервативний інвестиційний портфель забезпечує найбільш високий рівень безпеки фінансового інвестування.

3. **За рівнем ліквідності** виділяють три основних типи інвестиційного портфеля – високоліквідний портфель, середньоліквідний портфель і низьколіквідний портфель. Така типізація інвестиційного портфеля підприємства визначається, з одного боку, цілями фінансового інвестування (ефективне використання тимчасово вільних грошових активів у складі оборотного капіталу або довгостроковий ріст інвестиційного капіталу), а з іншого – інтенсивністю зміни факторів зовнішнього середовища, що визначає частоту реінвестування капіталу у процесі реструктуризації портфеля.

Високоліквідний портфель формується, як правило, з короткострокових фінансових інструментів інвестування, а також із їх довгострокових видів, що користуються високим попитом на ринку, по яких регулярно відбуваються угоди купівлі-продажу.

Середньоліквідний портфель, поряд з перерахованими вище видами фінансових інструментів інвестування, включає також певну частину їхніх видів, що не користуються високим попитом і з нерегулярною частотою трансакцій.

Низьколіквідний портфель формується, як правило, з облігацій з високим періодом погашення або акцій окремих підприємств, які забезпечують більш високий (порівняно із середньоринковим) рівень інвестиційного доходу, але користуються дуже низьким попитом (або взагалі не котируються на ринку).

4. **За інвестиційним періодом** розрізняють два основних типи інвестиційного портфеля – короткостроковий портфель і довгостроковий портфель. Така типізація ґрунтується на відповідній практиці бухгалтерського обліку фінансових активів підприємства.

Короткостроковий портфель (або портфель короткострокових фінансових інвестицій) формується на основі фінансових активів, використовуваних до одного року. Такі фінансові інструменти інвестування слугують, як правило, однією із форм страхового запасу грошових активів підприємства, що входять до складу його оборотного капіталу.

Довгостроковий портфель (або портфель довгострокових фінансових інвестицій) формується на основі фінансових активів, використовуваних більше одного року. Цей тип портфеля дозволяє вирішувати стратегічні цілі інвестиційної діяльності підприємства і здійснювати обрану ним політику фінансового інвестування.

5. **За умовами оподаткування інвестиційного доходу** виділяють два типи інвестиційного портфеля – оподатковуваний портфель і портфель, звільнений від оподаткування. Така типізація інвестиційного портфеля пов'язана з реалізацією однієї із цілей його формування підприємством – забезпеченням максимального ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Оподатковуваний портфель складається з фінансових інструментів інвестування, дохід по яких підлягає оподаткуванню на загальних підставах відповідно до діючої у країні податкової системи. Формування такого портфеля не переслідує цілей мінімізації податкових виплат при здійсненні фінансових інвестицій.

Портфель, звільнений від оподаткування, складається з таких фінансових інструментів інвестування, дохід по яких податками не обкладається. До цих фінансових інструментів відносяться, як правило, окремі види державних і муніципальних облігацій, метою яких є швидке акумулювання інвестиційних ресурсів для вирішення відповідних нагальних інвестиційних завдань. Звільнення інвестора від оподаткування доходів по таких фінансових інструментах додатково стимулює їхню інвестиційну активність, збільшуючи суму чистого інвестиційного прибутку на розмір даної податкової пільги.

6. **За стабільністю структури основних видів фінансових інструментів інвестування** їх портфель диференціюється у розрізі двох типів – портфель з фіксованою структурою активів і портфель із гнучкою структурою активів. Така типізація інвестиційного портфеля пов'язана з принциповими підходами інвестора до наступної його реструктуризації.

Портфель із фіксованою структурою активів характеризує такий його тип, при якому питомі ваги основних видів фінансових інструментів інвестування (акцій, облігацій, депозитних внесків тощо) залишаються незмінними у плинні тривалого періоду часу. Наступна реструктуризація такого портфеля здійснюється лише по окремих різновидах фінансових інструментів інвестування у межах фіксованого загального обсягу по даному виду.

Портфель із гнучкою структурою активів характеризує такий його тип, при якому питомі ваги основних видів фінансових інструментів інвестування є рухливими і змінюються під впливом факторів зовнішнього середовища (їхнього впливу на формування рівня доходності, ризику й ліквідності) або цілей здійснення фінансових інвестицій.

7. За спеціалізацією основних видів фінансових інструментів інвестування у сучасній практиці інвестиційного менеджменту виділяють наступні основні типи портфелів.

Портфель акцій дозволяє цілеспрямовано вирішувати таке завдання його формування як забезпечення високих темпів приросту інвестованого капіталу у майбутній довгостроковій перспективі. Різновидом такого типу портфеля є портфель акцій венчурних (ризикових) підприємств.

Портфель облігацій дозволяє вирішувати такі цілі його формування як забезпечення високих темпів формування поточного доходу, мінімізації інвестиційних ризиків, отримання ефекту «податкового щита» у процесі фінансового інвестування.

Портфель векселів дозволяє підприємству цілеспрямовано забезпечувати отримання поточного доходу у короткостроковому періоді за рахунок ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (при одночасному зміцненні господарських зв'язків з оптовими покупцями своєї продукції).

Портфель міжнародних інвестицій. Формування такого типу портфеля здійснюють, як правило, інституціональні інвестори шляхом купівлі фінансових інструментів інвестування (акцій, облігацій тощо), емітованих іноземними суб'єктами господарювання. Як правило, такий тип портфеля спрямований на реалізацію мети забезпечення мінімізації рівня інвестиційних ризиків.

Портфель депозитних внесків дозволяє цілеспрямовано вирішувати такі цілі його формування як забезпечення необхідної ліквідності, отримання поточного інвестиційного доходу і мінімізації рівня інвестиційних ризиків.

Портфель інших форм спеціалізації. В основі формування такого портфеля – вибір одного з альтернативних видів фінансових інструментів інвестування, не розглянутих вище.

8. За кількістю стратегічних цілей формування виділяють моно- і поліцільовий типи портфелів.

Моноцільовий портфель характеризує такий його тип, при якому усі входні до його складу фінансові інструменти інвестування відібрані за критерієм рішення однієї зі стратегічних цілей його формування (забезпечення отримання поточного доходу; забезпечення приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі; мінімізації інвестиційного ризику тощо). Такий одноцільовий портфель може включати до свого складу усі основні види фінансових інструментів інвестування, що забезпечують його стратегічну спрямованість.

Поліцільовий (комбінований) портфель передбачає можливості одночасного вирішення низки стратегічних цілей його формування. У сучасній інвестиційній практиці найбільш часто здійснюється формування комбінованого портфеля по перших двох розглянутих ознаках – цілях формування інвестиційного доходу і рівню прийнятих ризиків. Такими основними варіантами комбінованих типів інвестиційних портфелів є:

- 1) агресивний портфель доходу (портфель спекулятивного доходу);
- 2) агресивний портфель росту (портфель прискореного росту);
- 3) помірний портфель доходу (портфель нормального доходу);
- 4) помірний портфель росту (портфель нормального росту);
- 5) консервативний портфель доходу (портфель гарантованого доходу);
- 6) консервативний портфель росту (портфель гарантованого росту).

Діапазон комбінованих типів інвестиційних портфелів може бути розширений у ще більшому ступені за рахунок їхніх варіантів, що мають проміжне значення цілей фінансового інвестування.

Запропонована до використання типізація інвестиційних портфелів може бути доповнена й іншими ознаками, пов'язаними з особливостями здійснення фінансового інвестування конкретними підприємствами.

Визначення цілей фінансового інвестування і типу інвестиційного портфеля, що реалізує обрану політику, дозволяє перейти до безпосереднього формування інвестиційного портфеля шляхом включення у нього відповідних фінансових інструментів. Ефективність цього формування забезпечується використанням двох альтернативних теоретичних концепцій, відомих як «традиційний підхід до формування портфеля» і «сучасна портфельна теорія».

Традиційний підхід до формування портфеля використовує в основному інструментарій технічного і фундаментального аналізу й припускає включення у нього найрізноманітніших видів фінансових інструментів інвестування, що забезпечують його широку галузеву диверсифікацію. Хоча такий підхід до формування портфеля дозволяє вирішувати стратегічні цілі його формування шляхом підбору відповідних фінансових інструментів інвестування по показниках рівня їх дохідності й ризику, ефективний взаємозв'язок між окремими із цих інструментів у процесі підбору не забезпечується. Незважаючи на широку галузеву диверсифікацію фінансових активів портфеля, що забезпечує зниження рівня його ризику, цей ризик не диференціюється у розрізі систематичних і несистематичного його видів.

Сучасна портфельна теорія, принципи якої вперше були сформульовані у 50-х роках ХХ ст. Г. Марковіцем, а потім розвинені Д. Тобіном, У. Шарпом та іншими дослідниками, являє собою заснований на статистичних методах механізм оптимізації інвестиційного портфеля, який формується за заданими критеріями співвідношення рівня його очікуваної дохідності та ризику з урахуванням забезпечення кореляційного зв'язку дохідності окремих фінансових інструментів між собою. У складі статистичних методів оптимізації портфеля, розглянутих цієї теорією, особлива роль приділяється визначенню середньоквадратичного відхилення (або дисперсії) дохідності окремих фінансових інструментів інвестування; коваріації і кореляції, що вимірюють характер зв'язку між показниками дохідності цих інструментів; коефіцієнта «бета», що вимірює систематичний ризик окремих фінансових активів, та інших.

Хоча у сучасній фінансовій практиці використовуються обидва підходи до формування інвестиційного портфеля, останніми роками перевага віддається сучасній портфельній теорії. Процес формування портфеля фінансових інвестицій на основі сучасної портфельної теорії складається з наступних основних етапів (рис. 13.6):

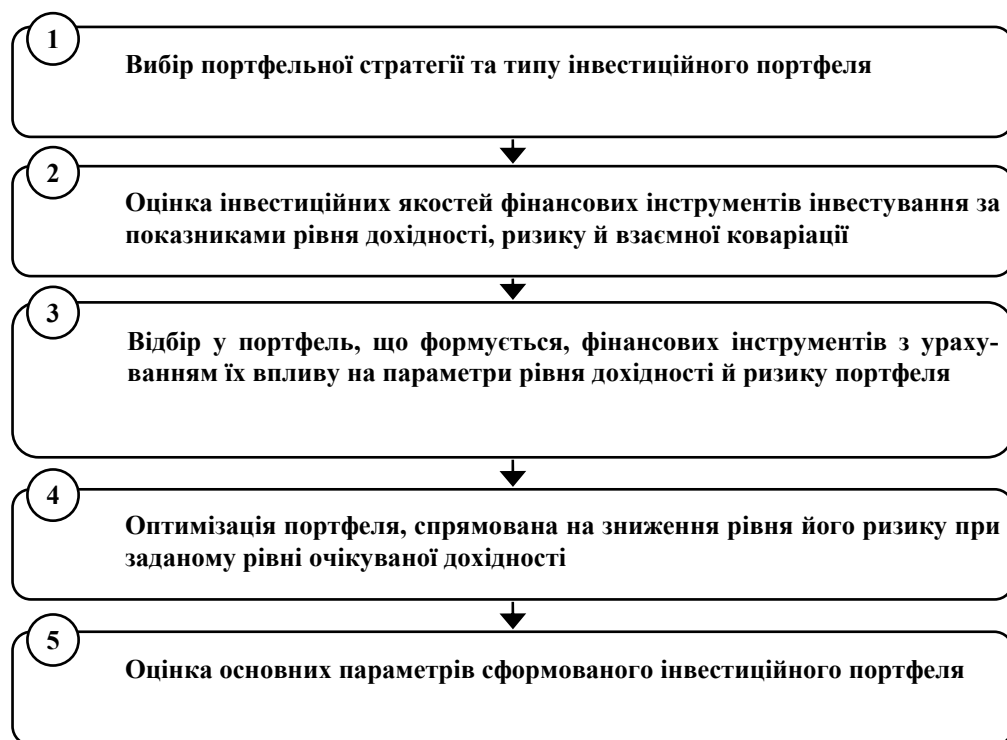


Рис. 13.6. Основні етапи формування портфеля фінансових інвестицій підприємства

1. Вибір портфельної стратегії й типу інвестиційного портфеля. На цьому етапі у першу чергу формулюються цілі формування інвестиційного портфеля підприємства, визначається зміст його портфельної стратегії. Ці цілі формулюються з урахуванням взаємозв'язку показників рівня очікуваної дохідності і рівня ризику інвестиційного портфеля.

З урахуванням сформульованих цілей портфельної стратегії потім здійснюється вибір типу сформованого інвестиційного портфеля, адже за сучасних умов більшість інвестиційних портфелів, що формуються, мають поліцільовий характер (тобто є комбінованими портфелями), визначається пріоритетність окремих ознак типізації портфеля.

У першу чергу здійснюється типізація портфеля по цілях формування інвестиційного доходу (портфель росту або портфель доходу).

У другу чергу здійснюється типізація портфеля за рівнем прийнятих ризиків (агресивний, помірний або консервативний портфель).

У третю чергу типізація портфеля здійснюється за рівнем його ліквідності (високо-, середньо- або низьколіквідний портфель).

У четверту чергу у процесі типізації портфеля враховуються інші ознаки його формування, що є істотними для інвестиційної діяльності конкретного підприємства (інвестиційний період, спеціалізація портфеля тощо).

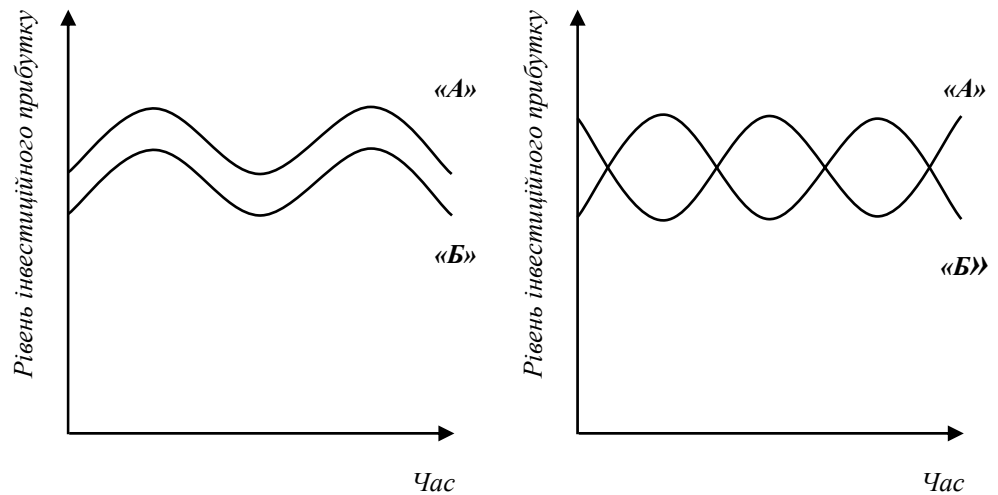
Результатом цього етапу формування інвестиційного портфеля є повна його ідентифікація по основних ознаках типізації і визначення параметрів рівня, що задають, очікуваної його дохідності й ризику.

2. Оцінка інвестиційних якостей фінансових інструментів інвестування за показниками рівня дохідності, ризику та взаємної коваріації. Відповідно до положень сучасної портфельної теорії ці показники є найбільш істотними характеристиками інвестиційних якостей фінансових інструментів інвестування.

Оцінка рівня очікуваної дохідності окремих фінансових інструментів інвестування здійснюється з урахуванням їхньої специфіки на основі відповідних моделей, розглянутих раніше.

Оцінка рівня ризику окремих фінансових інструментів інвестування здійснюється шляхом розрахунку показників середньоквадратичного (стандартного) відхилення або дисперсії їх дохідності. У процесі оцінки рівня ризику він диференціюється на систематичний і несистематичний

Оцінка взаємної коваріації окремих фінансових інструментів інвестування здійснюється на основі використання відповідних статистичних методів. *Коваріація – це статистична характеристика, що ілюструє міру подібності (або розходжень) двох розглянутих величин у динаміці, амплітуді й напрямі змін.* У процесі оцінки вивчається коваріація зміни (ступінь коливання) рівня інвестиційного доходу по різних порівнюваних видах фінансових інструментів. Принцип прояву цього показника графічно ілюструється на рис. 13.7.



Варіант 1. Рівень дохідності по фінансових інструментах «А» і «Б», що коливається у часі в одному напрямі.

Варіант 2. Рівень дохідності по фінансових інструментах «А» і «Б», що коливається у часі в протилежному напрямі.

Рис. 13.7. Характеристика коваріації коливань рівня інвестиційного доходу по різних фінансових інструментах інвестування

Щільність коваріації між рівнями дохідності по двох видах фінансових інструментів інвестування може бути визначена на основі коефіцієнта кореляції, що розраховується за наступною формулою:

$$KK_{\Phi} = \sum P_{1,2} \left(\frac{D_1 - \bar{D}_1}{\sigma_1} \right) + \left(\frac{D_2 - \bar{D}_2}{\sigma_2} \right), \quad (13.12)$$

де KK_{Φ} – коефіцієнт кореляції дохідності двох фінансових інструментів інвестування;

$P_{1,2}$ – вірогідність виникнення можливих варіантів відхилень дохідності по кожному із порівнюваних фінансових інструментів;

- D_1 – варіанти рівня дохідності по першому фінансовому інструменту у процесі його коливання;
 $\overline{D_1}$ – середній рівень дохідності по першому фінансовому інструменту;
 D_2 – варіанти рівня дохідності по другому фінансовому інструменту у процесі його коливання;
 $\overline{D_2}$ – середній рівень дохідності по другому фінансовому інструменту;
 $\sigma_1; \sigma_2$ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення розподілу вірогідності дохідностей відповідно по першому та другому фінансовому інструменту.

Коефіцієнт кореляції дохідності по двох фінансових інструментах інвестування може приймати значення від +1 (що означає повну й позитивну кореляцію між розглянутими величинами) до -1 (що означає повну й негативну кореляцію між розглянутими величинами).

Результатом цього етапу формування портфеля є визначення переліку фінансових інструментів інвестування, що обертаються на ринку і повністю відповідають обраному його типу по всіх найважливіших параметрах.

3. Відбір у портфель, що формується, фінансових інструментів з урахуванням їхнього впливу на параметри рівня дохідності й ризику портфеля. Цей етап пов'язаний з обґрунтуванням інвестиційних рішень щодо включення у портфель конкретних фінансових інструментів, що відповідають його параметрам, а також пропорцій розподілу інвестованого капіталу у розрізі основних видів фінансових активів (тобто формуванням структури портфеля).

Основними вихідними передумовами, пов'язаними з обґрунтуванням інвестиційних рішень щодо включення у портфель конкретних фінансових інструментів, є:

- тип та основні параметри інвестиційного портфеля, який формується;
- загальний обсяг інвестованого капіталу, спрямованого підприємством на формування портфеля;
- широта пропозиції фінансових інструментів, що обертаються на ринку, інвестування, які повністю відповідають найважливішим параметрам обраного типу портфеля (по сформованому у результаті їхньої оцінки переліку);

- конкретні значення показників рівня дохідності, рівня ризику й коефіцієнта кореляції, включених у перелік окремих фінансових інструментів інвестування.

У процесі відбору конкретних фінансових інструментів у інвестиційний портфель, який формується, необхідно враховувати їх вплив на задані параметри загального рівня його дохідності й ризику.

Ступінь впливу рівня дохідності окремого фінансового інструмента інвестування на показник очікуваної дохідності портфеля може бути розрахований за такою формулою:

$$ВД_{\Phi} = РД_{\text{О}} - РД_{\text{П}}, \quad (13.13)$$

де $ВД_{\Phi}$ – ступінь впливу рівня дохідності окремого фінансового інструмента інвестування на рівень очікуваної дохідності портфеля;

$РД_{\text{О}}$ – очікуваний рівень дохідності розглянутого фінансового інструмента інвестування;

$РД_{\text{П}}$ – задане значення рівня очікуваної дохідності інвестиційного портфеля, який формується підприємством.

Розглянута різниця характеризує, насамперед, спрямованість впливу розглянутого фінансового інструмента інвестування на рівень дохідності портфеля (при позитивному її значенні розглянутий фінансовий інструмент збільшує можливість виходу на заданий параметр рівня дохідності портфеля, а при негативному – знижує цю можливість). Окрім того, розглянута різниця, зіставлена із заданим рівнем дохідності портфеля, характеризує кількісну оцінку міри внеску окремого фінансового інструмента інвестування у формування заданого параметра портфеля.

Ступінь впливу рівня ризику окремого фінансового інструмента інвестування на формування показника рівня ризику портфеля може бути розрахована за такою формулою:

$$ВР_{\Phi} = \frac{КК_{\Phi\P} - \sigma_{\text{ДП}}^2}{\sigma_{\text{ДП}}}, \quad (13.14)$$

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

- де $ВР_{\Phi}$ – ступінь впливу рівня ризику окремого фінансового інструмента інвестування на рівень ризику портфеля;
- $КК_{\Phi\Pi}$ – коефіцієнт кореляції коливань дохідності розглянутого фінансового інструмента й дохідності портфеля (рівня його ризику), що відображає характер їхньої коваріації;
- $\sigma_{\text{дп}}^2$ – дисперсія дохідності портфеля (значення рівня його ризику, яке задається);
- $\sigma_{\text{дп}}$ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності портфеля.

У процесі оцінки впливу рівня ризику окремого фінансового інструмента інвестування на показник рівня ризику портфеля, варто врахувати: якщо їх несистематичний ризик може бути знижений шляхом диверсифікації портфеля, то систематичний ризик диверсифікацією не усувається. У зв'язку з цим у процесі оцінки необхідно визначати чутливість реагування фінансового інструмента на загальні коливання кон'юнктури ринку (ця чутливість вимірюється показником бета по кожному фінансовому інструменту інвестування).

Таким чином, процес відбору фінансових інструментів інвестування у портфель, який формується, спрямований на розв'язання таких завдань:

- забезпечення заданого рівня очікуваної дохідності портфеля;
- забезпечення заданого рівня ризику портфеля;
- створення можливості диверсифікації портфеля з метою зниження рівня несистематичного ризику;
- формування сукупності фінансових інструментів інвестування з негативною взаємною кореляцією;
- формування сукупності фінансових інструментів інвестування з найменшим рівнем систематичного ризику;
- забезпечення інших параметрів портфеля відповідно до обраних ознак його типізації.

Формування структури портфеля (пропорцій інвестованого капіталу у розрізі основних видів фінансових активів) здійснюється у певній послідовності. У першу чергу визначається загальне співвідношення часткових і боргових фінансових інструментів інвестування у портфелі. Потім у розрізі кожної із цих груп активів визначається частка окремих видів фінансових інструментів інвестування (облігацій, привілейованих

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

акцій, простих акцій тощо). І, нарешті, по кожному з видів активів визначається співвідношення коротко- та довгострокових фінансових інструментів інвестування.

Приклад структурування портфеля за видами фінансових інструментів інвестування наведений у табл. 13.1.

Таблиця 13.1

Альтернативна структура портфеля за видами фінансових інструментів

Види фінансових інструментів	Тип портфеля		
	Консервативний	Помірний (компромісний)	Агресивний (спекулятивний)
Державні короткострокові облігації	45	30	—
Державні довгострокові облігації	35	25	15
Довгострокові облігації підприємств	15	25	35
Прості акції	5	20	50
РАЗОМ	100	100	100

Результатом цього етапу формування інвестиційного портфеля є визначення його видової структури, а також його стартового складу по конкретних фінансових інструментах інвестування.

4. Оптимізація портфеля, спрямована на зниження рівня його ризику при заданому рівні очікуваної дохідності. Вона ґрунтується на оцінці коваріації (коефіцієнта кореляції) і відповідної диверсифікації інструментів портфеля.

Диверсифікація фінансових інструментів інвестування, забезпечувана вибором їхніх видів з негативною взаємною кореляцією, дозволяє зменшити рівень несистематичного ризику портфеля, а, відповідно, й загальний рівень портфельного ризику. Чим більшою є кількість фінансових інструментів з негативною взаємною кореляцією, включених у портфель, тим нижчим при незміненому рівні інвестиційного доходу буде рівень портфельного ризику. Графічно цю залежність ілюструє рис. 13.8.

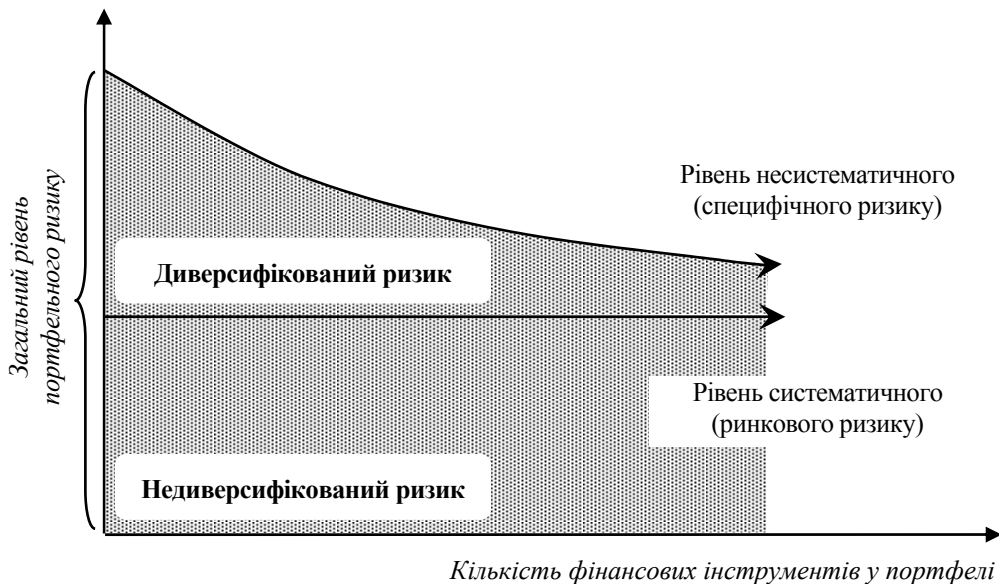


Рис. 13.8. Залежність рівня несистематичного та загального портфельного ризику від кількості фінансових інструментів інвестування

Як показує графік, збільшення кількості використовуваних інструментів інвестування дозволяє істотно знизити рівень портфельного ризику. За критеріями західних фахівців мінімальним вимогам диверсифікації портфеля відповідає включення у нього не менше 10–12 фінансових (фондових) інструментів. В умовах нерозвиненості нашого фондового ринку цей критерій може бути трохи знижений.

З рисунка видно також, що диверсифікація дозволяє зменшити тільки несистематичний ризик інвестиційного портфеля – систематичний ризик диверсифікацією не усувається (його можна лише відшкодувати відповідною премією за ризик).

Результатом цього етапу формування портфеля є забезпечення досягнення мінімально можливого рівня ризику при заданому рівні очікуваного інвестиційного доходу.

5. Оцінка основних параметрів сформованого інвестиційного портфеля. Вона дозволяє оцінити ефективність усієї роботи по його формуванню.

Рівень доходності портфеля розраховується за такою формулою:

$$РД_{\Pi} = \sum_{i=1}^n РД_i \cdot ПВ_i, \quad (13.15)$$

- де $РД_{\Pi}$ – рівень доходності інвестиційного портфеля;
 $РД_i$ – рівень доходності по окремих фінансових інструментах інвестування у портфелі;
 $ПВ_i$ – питома вага окремих фінансових інструментів у сукупній вартості інвестиційного портфеля, виражена десятковим дробом;
 n – кількість фінансових інструментів інвестування.

Рівень ризику портфеля розраховується за такою формулою:

$$РР_{\Pi} = \sum_{i=1}^n РСР_i \cdot ПВ_i + РНР_{\Pi}, \quad (13.16)$$

- де $РР_{\Pi}$ – рівень ризику інвестиційного портфеля;
 $РСР_i$ – рівень систематичного ризику по окремих фінансових інструментах (вимірюється за допомогою β -коефіцієнта);
 $ПВ_i$ – питома вага окремих фінансових інструментів у сукупній вартості інвестиційного портфеля, виражена десятковим дробом;
 $РНР_{\Pi}$ – рівень несистематичного ризику портфеля, що досягається у процесі його диверсифікації;
 n – кількість фінансових інструментів інвестування.

В умовах функціонування нашого фондового ринку ця оцінка має бути доповнена й показником рівня ліквідності сформованого портфеля.

Результатом цього етапу формування портфеля є мінімізація відхилення його стартових характеристик від цільових параметрів його побудови.

Інвестиційний портфель, який повністю відповідає цілям його формування як за типом, так і за складом включених до нього фінансових інструментів, є «збалансованим стартовим інвестиційним портфелем».

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 5

1. Одним з важливих функціональних напрямів загального управління фінансами підприємства є управління його інвестиційною діяльністю. Саме інвестиційна активність та діапазон інвестиційної діяльності визначає рівень ефективності господарської діяльності підприємства у довгостроковій перспективі, забезпечення високих темпів його розвитку та підвищення конкурентоспроможності. Це вимагає розробки виваженої інвестиційної політики як частини загальної фінансової стратегії підприємства, у процесі якої здійснюється вибір та реалізація найбільш ефективних форм реальних і фінансових інвестицій.
2. Основою інвестиційної діяльності підприємства є реальне інвестування, яке може здійснюватися у формі придбання цілісних майнових комплексів, нового будівництва, перепрофілювання діяльності, реконструкції та модернізації виробництва, оновлення окремих видів устаткування, інноваційного інвестування в нематеріальні активи та інвестування у приріст матеріальних оборотних активів. Розмаїття форм, особливостей реального інвестування, його роль у забезпеченні можливостей розвитку підприємства визначає високе значення управління реальними інвестиціями у його господарській діяльності.
3. Управління реальними інвестиціями підприємства в сучасних умовах базується на методології системи «Управління проектами», спеціальним окремим блоком якої є фінансове управління. Основними функціями фінансового управління проектами є планування основних фінансових показників та розробка відповідних фінансових планів; оцінка ефективності інвестиційного проекту; обґрунтування схем фінансування проектів та забезпечення формування необхідного обсягу інвестиційних ресурсів; розробка бюджетів виконання окремих видів робіт; контроль за ефективним використанням інвестиційних ресурсів.
4. Одним з найбільш відповідальних етапів робіт у системі управління реальними інвестиціями є оцінка їхньої ефективності. Від того, наскільки об'єктивно та зважено здійснено цю оцінку, залежать терміни повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання, додатковий грошовий потік, що генерується операційною діяльністю підприємства. У зв'язку з цим, у процесі управління реальними інвестиціями важливим є врахування базових принципів оцінки ефективності проектів та сучасних методичних підходів до її проведення. Сучасна практика управління фінансами

- для оцінки ефективності інвестиційних проєктів застосовує показники чистого приведенного доходу, індексу дохідності, індексу рентабельності, періоду окупності, внутрішньої ставки дохідності, модифікованої внутрішньої ставки дохідності, які дозволяють усебічно оцінити інвестиційний проєкт з позицій приросту вартості підприємства, періоду повернення вкладеного капіталу, рівня грошового потоку та рівня прибутку, що генеруються проєктом.
5. На основі усебічної оцінки кожного з розглянутих інвестиційних проєктів здійснюється їхній остаточний відбір до інвестиційної програми, яку формує підприємство. Такий процес характеризується як обґрунтування «преферентивних інвестиційних рішень». Під цим терміном розуміється остаточний відбір найкращих для підприємства інвестиційних проєктів у його інвестиційну програму, що забезпечує реалізацію його фінансової стратегії.
 6. На окремих етапах розвитку підприємства доцільно здійснювати фінансові інвестиції, основною метою яких є ефективне використання накопичуваних інвестиційних ресурсів, ефективне використання тимчасово вільних грошових коштів, отримання додаткового доходу в умовах сприятливої кон'юнктури фінансового ринку, диверсифікація діяльності підприємства. У процесі вибору фінансових інструментів інвестування кожен інвестор ставить перед собою два основних завдання – максимізувати дохід, який може отримати у результаті володіння ними, та мінімізувати ризик, пов'язаний з їхнім обігом. У зв'язку з конфліктністю цих завдань процес обґрунтування інвестиційних рішень має оптимізаційний характер. Засобом такої оптимізації виступають різноманітні моделі оцінки вартості фінансових інструментів інвестування, в основі яких – виявлення оптимального співвідношення рівня дохідності та ризику таких фінансових інструментів.
 7. Сучасне фінансове інвестування безпосередньо пов'язане з формуванням «інвестиційного портфеля», головною метою якого є забезпечення реалізації основних напрямів політики фінансового інвестування підприємства шляхом підбору найбільш дохідних і безпечних фінансових інструментів. З урахуванням головної мети будується система конкретних локальних цілей формування інвестиційного портфеля. Альтернативність цілей формування інвестиційного портфеля визначає відмінності політики фінансового інвестування, яка, у свою чергу, визначає конкретний тип інвестиційного портфеля, що формується.

? Питання для самоконтролю знань

1. Охарактеризуйте економічну сутність та основні види інвестицій підприємства.
2. Визначте сутність та основні завдання управління інвестиційною діяльністю підприємства.
3. Охарактеризуйте основні показники аналізу інвестиційної діяльності підприємства.
4. Визначте сутність та основні типи інвестиційної політики підприємства.
5. Охарактеризуйте зміст процесу управління інвестиційними ресурсами підприємства.
6. Сформулюйте сутність і порядок управління реальними інвестиціями підприємства.
7. Охарактеризуйте основні види інвестиційних проектів та вимоги до їхньої розробки.
8. Надайте характеристику основних методичних підходів до визначення вартості інвестиційного проекту.
9. Охарактеризуйте основні методи оцінки ефективності інвестиційних проектів.
10. Визначте сутність і порядок формування програми реальних інвестицій.
11. Охарактеризуйте сутність та порядок управління фінансовими інвестиціями підприємства (об'єднання).
12. Дайте характеристику інвестиційних якостей основних фінансових інструментів інвестування.
13. Охарактеризуйте моделі оцінки вартості окремих фінансових інструментів інвестування.
14. Визначте сутність і порядок формування портфеля фінансових інвестицій.

 Тестові завдання для контролю знань

- 1. Який показник відображає приріст суми вартості підприємства у результаті реалізації інвестиційного проекту?**
 - 1.1. Чиста приведена вартість (дохід).
 - 1.2. Внутрішня норма рентабельності.
 - 1.3. Індекс рентабельності проекту.
- 2. Яка комбінація показників є неможливою?**
 - 2.1. Чистий приведений дохід >0 при індексі дохідності <1 .
 - 2.2. Чистий приведений дохід >0 при індексі дохідності >1 .
 - 2.3. Чистий приведений дохід <0 при індексі дохідності <1 .
- 3. Який з показників не дозволяє повним чином оцінити увесь інвестиційний потік, що повертається у результаті реалізації проекту капітальних вкладень?**
 - 3.1. Чиста приведена вартість.
 - 3.2. Індекс дохідності.
 - 3.3. Індекс рентабельності.
 - 3.4. Період окупності проекту.
- 4. Застосування якого показника дозволяє оцінити можливість підвищення рівня ефективності операційної діяльності підприємства у результаті реалізації інвестиційного проекту?**
 - 4.1. Індекс рентабельності.
 - 4.2. Період окупності.
 - 4.3. Чиста приведена вартість.
- 5. Який з показників не дозволяє враховувати ті чисті грошові потоки, що формуються після періоду окупності проекту?**
 - 5.1. Чистий грошовий потік.
 - 5.2. Внутрішня норма дохідності.
 - 5.3. Індекс дохідності.
 - 5.4. Період окупності.
- 6. Дисконтна ставка, при якій чистий приведений дохід у процесі дисконтування становитиме нуль, представляє:**
 - 6.1. Індекс прибутковості.
 - 6.2. Внутрішню норму дохідності.
 - 6.3. Індекс дохідності.

7. Який вид інвестицій характеризується найвищим ступенем протиінфляційного захисту?

- 7.1. Реальні.
- 7.2. Фінансові.
- 7.3. Правильна відповідь відсутня.

8. Контроль за досягненням передбачених параметрів інвестиційних рішень здійснюється на:

- 8.1. Передінвестиційній стадії.
- 8.2. Інвестиційній стадії.
- 8.3. Постінвестиційній стадії.

9. Основні характеристики інвестиційного проекту та фінансові показники, пов'язані з його реалізацією, відображаються у:

- 9.1. Бізнес-плані.
- 9.2. Капітальному бюджеті.
- 9.3. Календарному графіку реалізації інвестиційного проекту.

10. За умови, що внутрішня норма дохідності більша ніж середньозважена вартість капіталу, за рахунок якого фінансується даний інвестиційний проект, слід:

- 10.1. Прийняти даний проект до реалізації.
- 10.2. Відхилити даний проект.
- 10.3. Цей факт не впливає на рішення стосовно прийняття чи відхилення інвестиційного проекту.

11. Різниця між сумою чистого грошового потоку за теперішньою вартістю та інвестиційними витратами представляє:

- 11.1. Чистий приведений дохід.
- 11.2. Чистий прибуток по проекту.
- 11.3. Внутрішню норму дохідності.

12. Який з показників ефективності реальних інвестиційних проектів дає найбільш повне уявлення про приріст власного капіталу у результаті реалізації інвестиційного проекту?

- 12.1. Чистий приведений дохід.
- 12.2. Внутрішня норма рентабельності.
- 12.3. Індекс рентабельності проекту.

- 13. Основним засобом здійснення підприємством зовнішнього інвестування є:**
- 13.1. Реальні інвестиції.
 - 13.2. Фінансові інвестиції.
 - 13.3. Правильна відповідь відсутня.
- 14. Що є особливістю формування грошового потоку від фінансового інвестування?**
- 14.1. Відсутність амортизаційних відрахувань у складі грошового потоку.
 - 14.2. Відсутність прибутку у складі грошового потоку.
 - 14.3. Особливості відсутні.
- 15. Основу поточного грошового потоку від фінансового інвестування становить:**
- 15.1. Сума процентів (дивідендів) за цінними паперами.
 - 15.2. Сума амортизаційних відрахувань.
 - 15.3. Сума чистого прибутку від фінансового інвестування.
- 16. Оцінка ефективності фінансового інструмента інвестування передбачає:**
- 16.1. Оцінку обсягу чистого грошового потоку від фінансової інвестиції.
 - 16.2. Оцінку реальної вартості фінансового інструмента, що забезпечує отримання очікуваної норми прибутку.
 - 16.3. Оцінку внутрішньої норми дохідності фінансового інструмента.
- 17. Якщо внутрішня ставка дохідності більша від середньозваженої вартості капіталу, то інвестиційний проект слід:**
- 17.1. Прийняти до реалізації.
 - 17.2. Відхилити.
 - 17.3. Цей факт не впливає на рішення стосовно прийняття чи відхилення проекту.
- 18. Різниця між сумою чистого грошового потоку за теперішньою вартістю та інвестиційними витратами являє собою:**
- 18.1. Чистий приведений дохід.
 - 18.2. Чистий прибуток від реалізації проекту.
 - 18.3. Внутрішню норму дохідності.
 - 18.4. Чисту проектну виручку.

19. Яка комбінація показників є неможливою?

- 19.1. Чистий приведений дохід > 0 при індексі дохідності < 1 .
- 19.2. Чистий приведений дохід > 0 при індексі дохідності > 1 .
- 19.3. Чистий приведений дохід < 0 при індексі дохідності < 1 .

20. Дисконтна ставка, за якої чистий приведений дохід у процесі дисконтування рівний нулю, являє собою:

- 20.1. Індекс прибутковості.
- 20.2. Індекс дохідності.
- 20.3. Внутрішню ставку дохідності.

21. Особливість формування грошового потоку від фінансового інвестування полягає у наступному:

- 21.1. Вартість реалізації фінансового інструмента, що входить до складу грошового потоку.
- 21.2. Відсутність чистого прибутку у складі грошового потоку.
- 21.3. Формування грошового потоку від фінансового інвестування.
- 21.4. Особливості відсутні.

22. Основу поточного грошового потоку від фінансового інвестування становить:

- 22.1. Сума процентів (дивідендів) за цінними паперами.
- 22.2. Сума чистого прибутку від фінансового інвестування.
- 22.3. Приріст власного оборотного капіталу.
- 22.4. Зменшення власного оборотного капіталу.

23. Оцінка ефективності фінансового інструмента інвестування передбачає:

- 23.1. Оцінку обсягу чистого грошового потоку від фінансової інвестиції.
- 23.2. Оцінку реальної вартості фінансового інструмента, що забезпечує отримання очікуваної норми прибутку.
- 23.3. Оцінку внутрішньої норми дохідності фінансового інструмента.

- 24. Інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації рівня інвестиційного прибутку у поточному періоді поза залежністю від темпів приросту інвестованого капіталу у довгостроковій перспективі – це:**
- 24.1. Портфель доходу.
 - 24.2. Портфель зростання.
 - 24.3. Агресивний портфель.
 - 24.4. Консервативний портфель.
- 25. Інвестиційний портфель, сформований за критерієм максимізації темпів приросту інвестованого капіталу у майбутній довгостроковій перспективі поза залежністю від рівня формування інвестиційного прибутку у поточному періоді – це:**
- 25.1. Портфель доходу.
 - 25.2. Портфель зростання.
 - 25.3. Агресивний портфель.
 - 25.4. Консервативний портфель.

 Задачі для набуття практичних навичок

Задача 5.1

Підприємство з метою модернізації виробництва планує ввести в експлуатацію нове устаткування балансовою вартістю 850 тис. грн. Період освоєння інвестиції становить 5 років; підприємство застосовує прямолінійний метод амортизації.

Реалізація інвестиційного проекту призведе до:

- ❖ збільшення обсягу виробництва продукції (за цінами реалізації) на 190 тис. грн (без ПДВ) у перший рік з подальшим ростом на 7% щорічно;
- ❖ зменшення чисельності працюючих на 10 осіб із середньою заробітною платою 800 грн на місяць;
- ❖ зростання поточних витрат на обслуговування устаткування на 9 тис. грн щороку.

Середньозважена вартість капіталу, за рахунок якого планується фінансувати цей інвестиційний проект, оцінюється у 17%.

Розділ 5. УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

* Припускаємо, що обсяг виробництва дорівнює обсягу продажу продукції.

Оцініть ефективність проекту реальних інвестицій за критерієм чистого приведенного доходу, періоду окупності, індексу дохідності та внутрішньої норми рентабельності.

Задача 5.2

Підприємство розглядає два взаємно виключні проекти (А і В) інвестування коштів у модернізацію виробництва з однаковою вартістю – 100 тис. грн кожен. Вартість капіталу, за рахунок якого планується фінансувати проект, становить 12%. На основі аналізу основних показників ефективності інвестиційних проектів оберіть більш привабливий із них.

Очікуваний чистий грошовий потік за проектами А і В

(тис. грн)

Рік	Чистий грошовий потік	
	Проект А	Проект В
1	65	35
2	30	35
3	30	35
4	10	35

Задача 5.3

Підприємство розглядає проект по здійсненню інвестиції з метою видобутку корисних копалин. Початкові інвестиційні витрати по проекту становлять 2 млн грн. Вартість капіталу, за рахунок якого планується фінансувати інвестиційний проект, – 10%. У кінці першого року реалізації проекту планується отримати чистий грошовий потік на суму 13 млн грн. У кінці другого року проекту на відновлення землі необхідно буде витратити 12 млн грн. Оцініть доцільність реалізації інвестиційного проекту та обґрунтуйте вибір показників для оцінки ефективності цього проекту.

Задача 5.4

Підприємство «Сиріус» розглядає два взаємно виключних проекти, що мають однакову вартість – 12 млн. грн. Вартість капіталу, за рахунок якого планується фінансувати обраний інвестиційний проект, становить 12%. Реалізація проекту № 1 дозволить у першому році отримати чистий грошовий потік на суму 14400 тис. грн. Реалізація проекту № 2 передбачає отримання щорічного чистого грошового потоку на суму 2100 тис. грн упродовж 20 років. Оберіть більш ефективний проект та обґрунтуйте своє рішення.

Задача 5.5

Підприємство розглядає можливість реалізації інвестиційного проекту вартістю 50 млн грн. Потенційні грошові потоки по інвестиційному проекту підприємство оцінює наступним чином: 20 млн грн у кінці першого року; з вірогідністю 50% щорічно, починаючи з другого року упродовж 3 років – 10 млн грн. З вірогідністю 50% у другому році грошовий потік почне зростати на 15% щорічно, якщо наприкінці першого підприємство інвестує 10 млн грн у його розширення. Оцініть ефективність інвестиційного проекту з урахуванням опціону розширення, якщо безризикова процентна ставка становить 8%.

Задача 5.6

Підприємство розглядає можливість інвестувати кошти у просту акцію, по якій сплачуються дивіденди у розмірі 2 грн на одну просту акцію та очікується їхнє зростання упродовж наступних двох років на 15% щороку; на 17% упродовж наступних 5 років та на 4% упродовж невизначеного довгострокового періоду. Для підприємства прийнятна норма дохідності – 18%. Яка ринкова ціна акції для підприємства буде прийнятною?

Задача 5.7

Визначте ставку до погашення облігації, номінальна вартість якої 1000 грн, а поточна ринкова ціна – 1100 грн. Номінальна процентна ставка – 12% (нараховується 1 раз на рік), термін до погашення 7 років.

РОЗДІЛ 6

УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Глава 14

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ ПІДПРИЄМСТВА

14.1. Сутність та класифікація грошових потоків підприємства

Грошовий потік підприємства – це система розподілених у часі надходжень та видатків грошових коштів, які генеруються його господарською діяльністю.

Поняття «грошовий потік підприємства» є агрегованим, що включає до свого складу багато видів грошових надходжень і видатків підприємства. Це потребує певної систематизації термінології з метою забезпечення ефективного цілеспрямованого управління грошовими потоками. Класифікація грошових потоків підприємства наведена у табл. 14.1:

Таблиця 14.1

Класифікація грошових потоків підприємства

Класифікаційна ознака	Види грошових потоків
Масштаби обслуговування господарського процесу	☐ Грошовий потік по підприємству у цілому. ☐ Грошовий потік за напрямками діяльності підприємства. ☐ Грошовий потік окремих структурних підрозділів. ☐ Грошовий потік від окремої господарської операції
Напрямок руху	☐ Вхідний (позитивний) грошовий потік. ☐ Вихідний (від'ємний) грошовий потік

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Продовження табл. 14.1

Класифікаційна ознака	Види грошових потоків
Вид господарської діяльності	☐ Грошовий потік від операційної діяльності. ☐ Грошовий потік від інвестиційної діяльності. ☐ Грошовий потік від фінансової діяльності
Пріоритетність (черговість) виплат	☐ Пріоритетний грошовий потік. ☐ Другорядний грошовий потік
Вартісний склад	☐ Валовий грошовий потік. ☐ Чистий грошовий потік
Регулярність здійснення	☐ Регулярний грошовий потік. ☐ Нерегулярний грошовий потік
Вартісна оцінка у часі	☐ Теперішній грошовий потік. ☐ Майбутній грошовий потік
Відношення до певного інвестиційного проекту	☐ Додатковий грошовий потік. ☐ Ретроспективний грошовий потік
Достатність обсягу	☐ Дефіцитний грошовий потік. ☐ Надлишковий грошовий потік
Ступінь рівномірності грошового потоку з операційної діяльності	☐ Мінімально-стабільний компонент позитивного грошового потоку. ☐ Умовно-стабільний компонент позитивного грошового потоку. ☐ Варіативний компонент позитивного грошового потоку. ☐ Умовно-стабільний компонент від'ємного грошового потоку. ☐ Змінний компонент від'ємного грошового потоку. ☐ Варіативний компонент від'ємного грошового потоку. ☐ Екстраординарний компонент від'ємного грошового потоку
Можливість нейтралізації	☐ Грошові потоки, які піддаються зміні у часі. ☐ Грошові потоки, що не піддаються зміні у часі
Рівень передбачуваності	☐ Повністю передбачувані грошові потоки. ☐ Недостатньо (або абсолютно) непередбачувані грошові потоки
Рівень збалансованості	☐ Збалансований грошовий потік. ☐ Незбалансований грошовий потік
Період часу	☐ Короткостроковий грошовий потік. ☐ Довгостроковий грошовий потік
Вид валюти	☐ Грошовий потік у національній валюті. ☐ Грошовий потік в іноземній валюті
Можливість забезпечення платоспроможності	☐ Ліквідний грошовий потік. ☐ Неліквідний грошовий потік

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Закінчення табл. 14.1

Класифікаційна ознака	Види грошових потоків
Варіативність спрямованості руху грошових коштів	☐ Стандартний грошовий потік. ☐ Нестандартний грошовий потік
Характер грошового потоку по відношенню до підприємства	☐ Внутрішній грошовий потік. ☐ Зовнішній грошовий потік

1. Залежно від масштабів обслуговування господарського процесу розрізняють:

– *грошовий потік по підприємству у цілому*, який характеризує загальний обсяг грошових операцій даного підприємства та акумулює в собі усі види грошових потоків, що супроводжують та обслуговують процес його функціонування;

– *грошовий потік від окремого виду чи напряму господарської діяльності*, котрий характеризує масштаби та обсяг операцій з даного виду діяльності підприємства. Він представляє результат диференціації сукупного грошового потоку підприємства у розрізі окремих видів та напрямів його діяльності;

– *грошові потоки окремих структурних підрозділів*, які характеризують обсяги грошових операцій кожного з них і дозволяють оцінювати ефективність їхньої діяльності, участь у господарському процесі підприємства кожного з них;

– *грошовий потік за окремою господарською операцією*, котрий характеризує рух грошових коштів за даною угодою, що дає змогу оцінити її ефективність і вплив на сукупний грошовий потік підприємства.

2. Залежно від напряму руху потоків розглядають:

– *вхідний (позитивний) грошовий потік*, який характеризує обсяг надходження грошових коштів від усіх видів діяльності;

– *вихідний (від’ємний) грошовий потік*, котрий характеризує обсяги витрачання грошових коштів підприємства за усіма видами діяльності.

3. Залежно від виду господарської діяльності виділяють грошові потоки від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.

– *Грошовий потік з операційної діяльності* характеризує грошові виплати постачальникам сировини та матеріалів, стороннім виконавцям

окремих видів робіт і послуг, які забезпечують цю діяльність; заробітну плату персоналу, зайнятому в операційному процесі, а також у процесі управління ним; податкових платежів до бюджетів усіх рівнів та до позабюджетних фондів; інші виплати, пов'язані зі здійсненням операційного процесу підприємства. Одночасно цей вид грошових потоків відображає надходження грошових коштів від покупців продукції; від податкових органів у процесі перерахунку зайво сплачених сум та деякі інші платежі, що обслуговують операційну діяльність підприємства.

– *Грошовий потік з інвестиційної діяльності* характеризує платежі та надходження грошових коштів, пов'язаних зі здійсненням реальних і довгострокових фінансових інвестицій; продажем основних засобів і нематеріальних активів; інші аналогічні потоки грошових коштів, що обслуговують цю діяльність.

– *Грошовий потік з фінансової діяльності* характеризує надходження та витрачання грошових коштів, пов'язаних із залученням додаткового власного капіталу; отриманням кредитів і позик; сплатою дивідендів та процентів власникам; інші грошові потоки, пов'язані із зовнішнім фінансуванням підприємства.

4. За вартісним складом грошових потоків виділяють:

– *валовий грошовий потік*, що використовується для оцінки обсягів усіх видів операцій підприємства, пов'язаних з рухом грошових коштів, поза залежністю від напряму руху коштів;

– *чистий грошовий потік*, який представляє собою зміну наявних грошових коштів за період та визначається як різниця між залишком грошових коштів на кінець і початок періоду або надходженням та витрачанням грошових коштів за період, що аналізується. Таким чином, він характеризує сальдовий (результативний) потік без відображення обсягу грошових операцій.

5. За ступенем регулярності здійснення грошові потоки підприємства поділяють на:

– *регулярні грошові потоки* – потоки платежів, усі члени якого позитивні величини, а часові інтервали між платежами однакові. Ануїтет, у свою чергу, класифікується за різними ознаками: за кількістю виплат (річні, p -строкові, дискретні, безперервні), за кількістю нарахувань (із щорічним нарахуванням, з нарахуванням m разів на рік, з безперервним нарахуванням). У підприємстві такі потоки є, як правило, результатом господарсько-фінансової діяльності підприємства. Їх обсяг сталий у часі або має певну тенденцію до зміни. Надходження й витрачання грошей здійснюється систематично, з певною періодичністю. Це обумовлює можливість їхнього регулювання і планування;

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

– *нерегулярні грошові потоки*, які представляють різні за обсягами та проміжками часу між їх здійсненням платежі, пов'язані, як правило, з проведенням окремих господарських операцій. Вони виникають спонтанно, не мають сталого обсягу та періодичності. Планування утворення і здійснення цих потоків може проводитися лише методом прямих розрахунків, відповідно до часу та обсягів операцій, що їх породжують.

6. За пріоритетністю (черговістю) здійснення платежів грошові потоки поділяються на:

– *пріоритетний грошовий потік*, який представляє систему грошових видатків, котрі найбільшим чином забезпечують реалізацію стратегії підприємства;

– *другорядний грошовий потік*, що представляє видатки грошових коштів, які можуть бути відкладені з точки зору стратегічних потреб або у разі неспроможності здійснення без прямих втрат для підприємства у вигляді штрафів, неустойки, пені тощо.

Другорядні грошові потоки, у свою чергу, можуть бути про-ранжовані за строковістю та черговістю здійснення, виходячи з потреб підприємства, його стратегії розвитку. Думається, що уніфікувати склад пріоритетного і другорядного грошових потоків неможливо, оскільки це визначається для кожного підприємства індивідуально, виходячи зі стратегії його діяльності.

7. По відношенню до певного інвестиційного проекту:

– *додатковий грошовий потік*, під яким розуміють чистий грошовий потік від реалізації певного інвестиційного проекту, потік, що стосується виключно цього проекту;

– *ретроспективний грошовий потік*, який представляє систему надходжень і видатків грошових коштів, що не пов'язані з реалізацією певного інвестиційного проекту і не враховуються при прийнятті управлінських рішень щодо даного проекту.

8. Залежно від вартісної оцінки у часі грошові потоки можна розглядати як:

– *теперішній грошовий потік*, який є єдиною співставною теперішньою вартістю грошових потоків підприємства;

– *майбутній грошовий потік*, котрий представляє грошові потоки підприємства, оцінені за майбутньою вартістю, тобто на певний момент часу. Ця категорія застосовується також для ідентифікації номінальної вартості грошового потоку, що очікується у майбутньому періоді.

9. За достатністю обсягу розрізняють:

– *дефіцитний грошовий потік* – грошовий потік підприємства, при якому надходження грошових коштів недостатні для здійснення усіх планових грошових видатків. Такий потік характеризується від’ємною величиною чистого грошового потоку або позитивною величиною чистого грошового потоку за наявності відстрочених платежів;

– *надлишковий грошовий потік*, який характеризує значне перевищення позитивного грошового потоку над потребою підприємства у витрачанні грошових коштів, тобто проявляється у високому позитивному обсязі чистого грошового потоку.

10. За ступенем рівномірності грошового потоку з операційної діяльності виділяють:

– *мінімально-стабільний (або гарантований) компонент позитивного грошового потоку*, отримання якого забезпечене наявним потенціалом підприємства, практикою інкасації боргів. Цей компонент позитивного грошового потоку від операційної діяльності можна вважати гарантованим, тобто підприємство має можливість отримати такий обсяг грошових коштів від операційної діяльності при найгірших умовах функціонування;

– *умовно-стабільний компонент позитивного грошового потоку*, що представляє середній обсяг позитивного грошового потоку від операційної діяльності за період. Тобто при нормальних умовах господарювання підприємство, як правило, отримує умовно-стабільний обсяг позитивного грошового потоку від операційної діяльності, чому сприяє характерна для даного підприємства динамічна структура операційного циклу;

– *варіативний компонент позитивного грошового потоку*, тобто надходження грошових коштів від операційної діяльності, обсяги яких коливаються у результаті невчасного погашення дебіторської заборгованості, затримок у реалізації певних груп товарів тощо. Кількісною оцінкою такого компоненту є середньоквадратичне відхилення надходження грошових коштів від операційної діяльності;

– *умовно-стабільний компонент вихідного грошового потоку* визначається обсягами видатків поточного характеру, які має здійснити підприємство у звітному періоді незалежно від обсягів своєї діяльності. До виплат такого характеру можна віднести: орендну плату, комунальний податок, комунальні витрати, заробітну плату, що нараховується за посадовими окладами, виплати по соціальному страхуванню, сума яких визначається як відсоток від обсягу фонду оплати праці. За своїм характером ці виплати становлять умовно-постійні витрати підприємства і представляють собою регулярні платежі;

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

– *змінний компонент вихідного грошового потоку* – це видатки грошових коштів, обсяг яких залежить від обсягів діяльності підприємства, а саме: розрахунки з постачальниками за товари, розрахунки з банком по короткостроковим кредитах, витрати на організацію постачання та зберігання запасів, витрати господарського характеру, розмір яких не є фіксованим, податки, розмір котрих залежить від обсягів та ефективності діяльності підприємства (ПДВ, податок на прибуток), плата банкам за розрахунково-касове обслуговування;

– *варіативний компонент вихідного грошового потоку*, який представляє видатки грошових коштів операційного характеру, що сформувалися у результаті падіння або зростання рівня ефективності діяльності: штрафи, пені, зменшення рівня дисконту постачальників у результаті порушення фінансової дисципліни тощо;

– *екстраординарний компонент вихідного грошового потоку*, який визначається несистематичними виплатами поточного характеру, що не мають безпосереднього зв'язку з поточною діяльністю підприємства. Це видатки, пов'язані з певними потребами підприємства та деякими заходами, спрямованими на реалізацію стратегічних цілей діяльності підприємства. До таких виплат можна віднести видатки, пов'язані із фінансуванням рекламних кампаній, організацією деяких відряджень, презентацій тощо. Ці витрати не можна віднести до фінансової або інвестиційної діяльності. Їх можна назвати поточними видатками, спрямованими на перспективу.

11. За можливістю нейтралізації грошових потоків, їх поділяють на:

– *грошові потоки, що піддаються зміні у часі* і представляють собою такі види витрачання грошових коштів, строки яких можна змінювати за домовленістю сторін (лізингові платежі, розрахунки з постачальниками);

– *грошові потоки, які не піддаються зміні у часі* і є такими видами витрачання грошових коштів, строки яких неможливо змінювати (податкові платежі).

12. За рівнем передбачуваності розрізняють:

– *повністю передбачувані грошові потоки* – обсяги запланованих і включених у відповідний план надходжень та видатків грошових коштів;

– *недостатньо (або абсолютно) непередбачувані грошові потоки* – сукупність надходжень і витрат грошових коштів, які виникли у результаті настання ризикових подій, непередбачуваних подій і, відповідно, не включені у плани надходження й витрачання грошових коштів.

13. За рівнем збалансованості виділяють:

- *збалансований грошовий потік*, що характеризує такий вид сукупного грошового потоку, по якому забезпечується збалансованість позитивного та від’ємного грошових потоків;
- *незбалансований грошовий потік*, який характеризує такий вид сукупного грошового потоку, по якому не забезпечується збалансованість позитивного і від’ємного грошових потоків.

14. За періодом часу розрізняють:

- *короткостроковий грошовий потік*, що характеризує такий його вид, по якому період від моменту надходження чи витрачання грошових коштів до повного їхнього завершення не перевищує одного року;
- *довгостроковий грошовий потік*, який характеризує такий його вид, по якому період від моменту надходження чи витрачання грошових коштів до повного їхнього завершення перевищує один рік

15. За видом валюти, що використовується, розрізняють:

- *грошовий потік у національній валюті*, котрий характеризує таку частину сукупного грошового потоку, яка обслуговується національною валютою;
- *грошовий потік в іноземній валюті*, що характеризує таку частину сукупного грошового потоку, яка обслуговується іноземною валютою.

16. За можливістю забезпечення платоспроможності виділяють:

- *ліквідний грошовий потік*, котрий характеризує такий вид грошових потоків, по яких надходження грошових коштів перевищує або дорівнює витрачання грошових коштів;
- *неліквідний грошовий потік*, що характеризує такий вид грошових потоків, по яких надходження грошових коштів не перевищує і не дорівнює витрачання грошових коштів.

17. За варіативністю спрямованості руху грошових коштів виділяють:

- *стандартний грошовий потік*, котрий характеризує такий вид грошового потоку, у якому спрямованість змінюється не більше одного разу (починаючи чи завершуючи його);
- *нестандартний грошовий потік*, що характеризує такий вид грошового потоку, у якому спрямованість змінюється більше одного разу.

18. За характером грошового потоку по відношенню до підприємства розрізняють:

- *внутрішній грошовий потік*, який характеризує сукупність надходжень і видатків грошових коштів у межах підприємства (грошові розрахунки з персоналом, засновниками, структурними підрозділами);

– *зовнішній грошовий потік*, котрий характеризує надходження й видатки грошових коштів, що обслуговують грошові відносини підприємства з іншими контрагентами (постачальниками, покупцями, банками, страховими компаніями тощо).

14.2. Сутність, мета та завдання управління грошовими потоками підприємства

Управління грошовими потоками підприємства є системою принципів і методів розробки й реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом та використанням грошових коштів підприємства і організацією їхнього обороту.

Роль управління грошовими потоками визначається їх впливом на розвиток підприємства, що проявляється у взаємозв'язку між ефективністю управління грошовими потоками та формуванням кінцевих результатів його діяльності.

Ефективне управління грошовими потоками, проявом якого є прискорення руху грошових коштів та його збалансованість, забезпечує прискорення обороту капіталу, ритмічність господарської діяльності підприємства, що позитивно впливає на прибутковість його функціонування.

Збалансованість і синхронність грошових потоків визначають стан його платоспроможності, який залежить від наявних запасів грошових коштів та співвідношення між вхідними і вихідними грошовими потоками у часі та за обсягами.

Ефективне управління грошовими потоками забезпечує перевищення позитивного грошового потоку над вихідним грошовим потоком, що призводить до приросту такого виду ресурсу як грошові кошти, котрі підприємство може інвестувати для розширення діяльності, що сприяє економічному зростанню підприємства.

Забезпечуючи необхідні умови для нормального розвитку підприємства, ефективне управління грошовими потоками дозволяє реалізувати стратегічні цілі діяльності підприємства у цілому, у тому числі й досягти фінансової рівноваги підприємства – стану, при якому будь-коли підприємство задовольняє свій попит на грошові кошти. Не випадково французькі економісти ще наприкінці 70-х років XX ст. зазначили, що поняття грошових потоків є ключовим для розуміння фінансової рівноваги.

Як і всі функціональні системи управління фінансами, управління грошовими потоками спрямоване на реалізацію головної мети – зростання ринкової вартості підприємства. Цю загальну мету фінансового менеджменту управління грошовими потоками підтримує власною цільовою установкою – **забезпеченням фінансової рівноваги та стійкого економічного зростання підприємства**.

У процесі реалізації своєї мети управління грошовими потоками підприємства спрямоване на вирішення наступних **завдань**:

1. **Формування достатнього обсягу грошових ресурсів підприємства відповідно до потреб його господарської діяльності**. Це завдання реалізується шляхом визначення потреби у необхідному обсязі грошових ресурсів підприємства на плановий період, встановлення системи джерел їхнього формування у необхідному обсязі, забезпечення мінімізації вартості їх залучення на підприємство.

2. **Оптимізація розподілу сформованого обсягу грошових ресурсів підприємства за видами господарської діяльності та напрямками використання**. У процесі реалізації цього завдання забезпечується необхідна пропорційність у розподілі грошових ресурсів підприємства на розвиток його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності; у межах кожного виду діяльності обираються найбільш ефективні напрями використання грошових коштів, що забезпечують досягнення найкращого фінансового результату діяльності та стратегічних цілей розвитку підприємства у цілому.

3. **Забезпечення високого рівня фінансової стійкості підприємства у процесі його розвитку**. Така фінансова стійкість забезпечується формуванням раціональної структури джерел залучення грошових коштів і, у першу чергу, – співвідношенням обсягу їхнього залучення з власних та позикових джерел; оптимізацією обсягів залучення грошових коштів за строками їх повернення; формуванням достатнього обсягу грошових ресурсів, що залучаються на довгостроковій основі; своєчасною реструктуризацією зобов'язань із погашення грошових коштів в умовах кризового розвитку підприємства.

4. **Забезпечення постійної платоспроможності підприємства**. Це завдання вирішується, у першу чергу, за рахунок ефективного управління залишками грошових коштів та їх еквівалентів; формування достатнього обсягу їх страхової компоненти; забезпечення рівномірності надходження грошових коштів; забезпечення синхронності формування вхідного й вихідного грошових потоків; вибору найкращих засобів платежу у розрахунках з контрагентами з господарської діяльності.

5. Досягнення необхідного обсягу чистого грошового потоку, що забезпечує необхідні темпи економічного розвитку підприємства на умовах самофінансування. Реалізація цього завдання забезпечується за рахунок формування грошового обороту, що генерує найбільший обсяг прибутку у процесі операційної, інвестиційної та фінансової діяльності; вибору ефективної амортизаційної політики підприємства; своєчасної реалізації активів, що не використовуються; реінвестування тимчасово вільних грошових коштів.

6. Забезпечення мінімізації втрат вартості грошових коштів у процесі їх зберігання. Це завдання вирішується шляхом оптимізації запасів грошових коштів; диверсифікації напрямів і форм використання грошових ресурсів; уникнення та диверсифікації фінансових ризиків, пов'язаних з організацією грошового обороту підприємства.

Усі розглянуті завдання управління грошовими потоками пов'язані між собою, хоча окремі з них мають різноспрямований характер. Саме тому у процесі управління грошовими потоками підприємства окремі завдання мають бути оптимізовані між собою для найбільш ефективної реалізації його головної мети.

Забезпечення ефективного управління грошовими потоками потребує розробки спеціальної політики як частини загальної фінансової політики та стратегії підприємства. Розробка такої політики передбачає реалізацію наступних етапів (рис. 14.1).

1. Аналіз грошових потоків підприємства. Основною метою цього аналізу є виявлення достатності формування грошових коштів, ефективності їхнього використання, оцінка рівня збалансованості, рівномірності, синхронності грошових потоків, ефективності управління ними.

2. Обґрунтування типу політики управління грошовими потоками.

Прийняття рішень, пов'язаних із залученням та використанням грошових коштів пов'язане з пошуком компромісу між конкуруючими характеристиками: «дохідність-ліквідність» та «дохідність-ризикованість», тобто вибором оптимальної композиції «дохідність-ліквідність-ризик». Схильність до однієї із цих характеристик при формуванні чи витрачанні грошових коштів визначає тип політики управління грошовими потоками, який значним чином залежить від філософії менеджменту, що склалася на підприємстві, схильності керівництва до ризику тощо.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

1. Аналіз грошових потоків підприємства

2. Обґрунтування типу політики управління грошовими потоками підприємства

3. Оптимізація грошових потоків підприємства

4. Планування грошових потоків підприємства

5. Забезпечення ефективного контролю реалізації обраної політики управління грошовими потоками підприємства

Рис. 14.1. Послідовність етапів управління грошовими потоками підприємства

Ідентифікація політики управління грошовими потоками на підприємстві дозволяє узгодити множинність рішень, пов'язаних з веденням даного виду бізнесу з метою забезпечення стану фінансової рівноваги підприємства.

Фінансова теорія виділяє три основні типи політики управління грошовими потоками підприємства, в основі яких – різні темпи формування надходження грошових коштів з різних джерел та рівні відповідних їм фінансових ризиків.

Агресивна політика управління грошовими потоками характеризується високими темпами нарощення обсягів надходжень грошових коштів переважно із позикових джерел при відносно низькому рівні реінвестування чистого грошового потоку.

Помірна політика управління грошовими потоками підприємства характеризується зваженими пропорціями залучення власних і позикових грошових коштів для забезпечення розвитку господарської діяльності підприємства. У складі позикових коштів при такій політиці переважають довгострокові кредити і займи.

Консервативна політика управління грошовими потоками підприємства характеризується мінімізацією обсягів залучення грошових коштів із позикових джерел. Для забезпечення необхідних темпів розвитку господарської діяльності у цьому випадку використовується переважно чистий грошовий потік, який спрямовується здебільшого на реінвестування.

3. Оптимізація грошових потоків підприємства. Метою цього етапу є виявлення та реалізація резервів збалансування, синхронізації грошових потоків, забезпечення необхідного обсягу чистого грошового потоку підприємства.

4. Планування грошових потоків підприємства, у процесі якого оцінюються перспективні обсяги надходження й витрачання грошових коштів, розмір чистого грошового потоку у плановому періоді. Таке планування має прогностичний характер у силу невизначеності низки вихідних передумов.

5. Забезпечення ефективного контролю реалізації обраної політики управління грошовими потоками підприємства, у процесі якого оцінюється ступінь виконання планових завдань по формуванню та використанню грошових коштів, рівень рівномірності, синхронності грошових потоків та ефективності управління ними. Ці показники контролюються у процесі моніторингу поточної фінансової діяльності підприємства.

Глава 15

АНАЛІЗ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВА

15.1. Методи ідентифікації грошових потоків підприємства

Необхідною передумовою якісного та об'єктивного аналізу грошових потоків є ідентифікація їхніх обсягів у розрізі окремих видів.

Відповідно до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку для ідентифікації грошових потоків з операційної діяльності застосовують два методи – прямий і непрямий, для оцінки руху грошових коштів з інвестиційної та фінансової діяльності – прямий метод.

Ідентифікація грошових потоків від операційної діяльності передбачає трансформацію даних звіту про фінансові результати із системи нарахувань (accrual basis) у касову систему (cash basis). При цьому застосовуються корективи, при яких доходи визнаються лише у випадку наявності грошових надходжень, а витрати вважаються понесеними, якщо здійснювалися грошові видатки. Для такого коригування застосовується прямий і непрямий методи.

Прямий метод передбачає коригування кожної статті звіту про фінансові результати, тобто виключення з них негрошових доходів та витрат (рис. 15.1). Прямий метод спрямований на отримання даних, що характеризують валовий і чистий грошові потоки. Він ґрунтується на використанні безпосередніх даних бухгалтерського обліку, які характеризують усі види надходження та витрачання грошових коштів.

Вихідним елементом розрахунків є виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг).

Переваги прямого методу полягають у тому, що він дозволяє:

- 1) дослідити основні джерела формування та напрями витрачання грошових коштів;
- 2) робити оперативні висновки відносно достатності грошових коштів для здійснення платежів за поточними зобов'язаннями;
- 3) встановлювати взаємозв'язок між обсягом реалізації продукції та грошовою виручкою за звітний період;
- 4) ідентифікувати статті, що формують найбільший обсяг надходження грошових коштів;
- 5) використовувати інформацію звіту про рух грошових коштів для прогнозування грошових потоків;
- 6) контролювати усі надходження та витрачання грошових коштів.

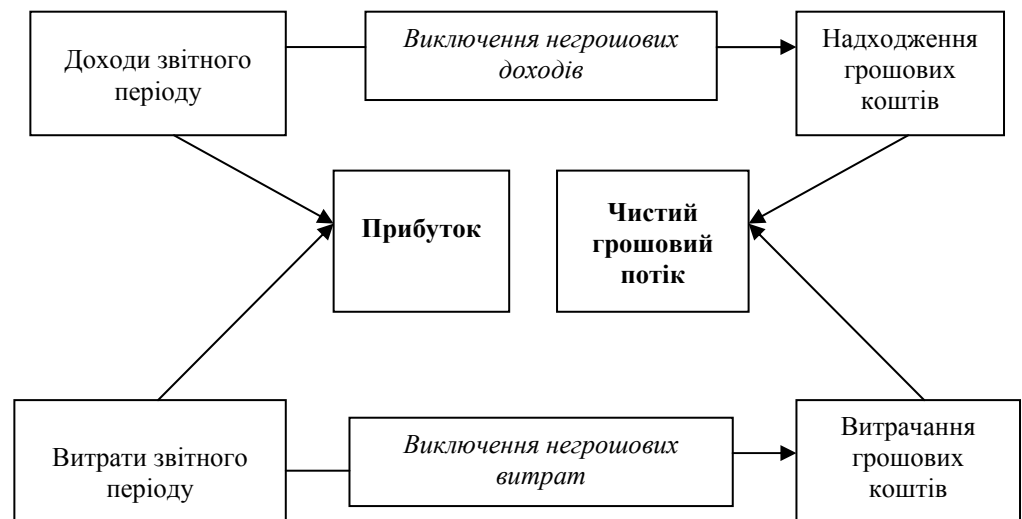


Рис. 15.1. Схема ідентифікації грошових потоків з операційної діяльності прямим методом

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Недоліком прямого методу є те, що він не розкриває взаємозв'язку між прибутком і чистим грошовим потоком підприємства з операційної діяльності.

Непрямий метод полягає у коригуванні суми чистого прибутку на зміни поточних активів, зобов'язань та інших балансових рахунків і спрямований на отримання даних, що характеризують чистий грошовий потік з операційної діяльності. Цей метод базується на основному положенні бухгалтерського обліку: активи завжди дорівнюють зобов'язанням плюс власний капітал, а зміни на одному рахунку (у даному випадку на рахунках з обліку грошових коштів) узгоджуються зі змінами на інших рахунках. Процес ідентифікації грошових потоків з операційної діяльності непрямим методом схематично можна представити за допомогою рис.15.2.

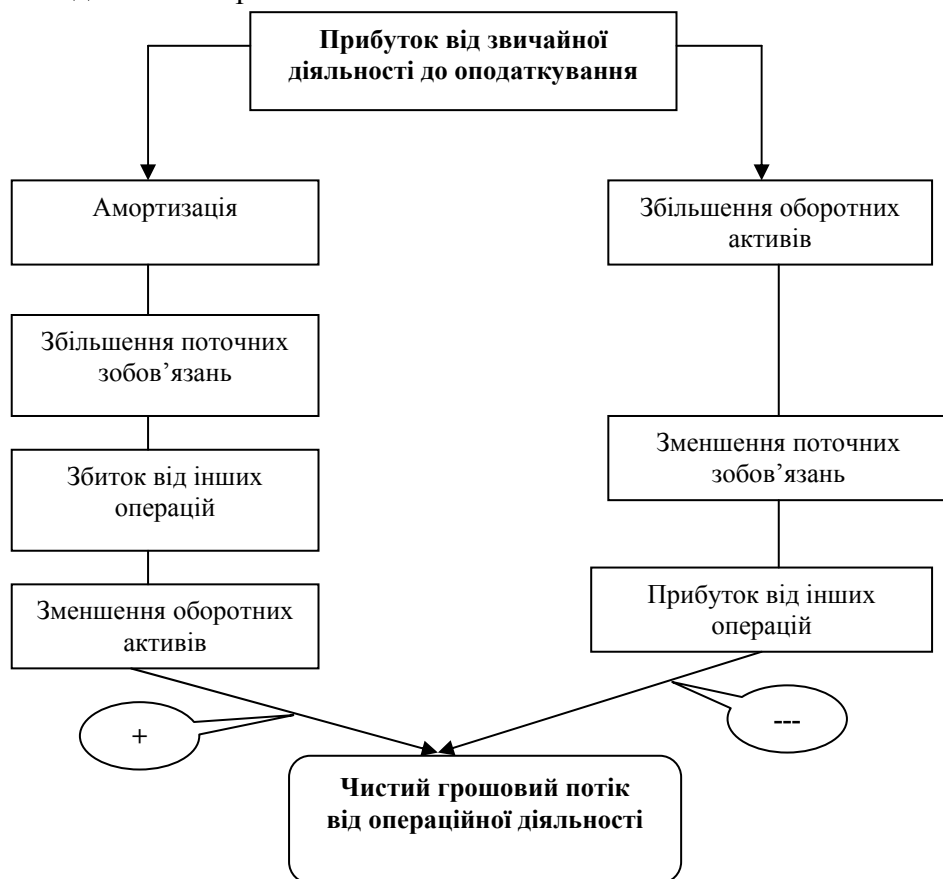


Рис. 15.2. Ідентифікація грошових потоків з операційної діяльності непрямим методом

Перевагами непрямого методу ідентифікації грошових потоків є можливості:

- 1) встановлення взаємозв'язку між чистим грошовим потоком і чистим прибутком підприємства;
- 2) виявлення найбільш проблемних місць у діяльності підприємства;
- 3) оцінки динаміки усіх факторів, що впливають на обсяг чистого грошового потоку.

Недоліками непрямого методу є:

- 1) висока трудомісткість при складанні аналітичного звіту зовнішніми користувачами;
- 2) неможливість оцінки валового позитивного і від'ємного грошових потоків з операційної діяльності.

Ідентифікація грошових потоків з інвестиційної та фінансової діяльності здійснюється прямим методом. Її доцільно здійснювати на основі аналітичних даних, які відображаються на рахунках з обліку грошових коштів.

Інформація про рух грошових коштів отримана прямим або непрямим методом узагальнюється у єдиному документі – звіті про рух грошових коштів.

Інформація, відображена у звіті про рух грошових коштів, представляє цікавість як для внутрішніх (адміністрація, власники підприємства), так і для зовнішніх (інвестори, кредитори, контролюючі органи) користувачів.

Внутрішні користувачі досліджують звіт про рух грошових коштів з метою оцінки платоспроможності, аналізу стану управління грошовими потоками, впливу окремих видів діяльності на фінансовий стан підприємства. Аналіз звіту про рух грошових коштів дозволяє керівництву підприємства оцінити можливості щодо виконання пріоритетних завдань: погашення кредитів, виплати дивідендів тощо.

Інвесторам і кредиторам інформація про рух грошових коштів необхідна при оцінці рівня платоспроможності, кредитоздатності, інвестиційної привабливості, вартості підприємства.

15.2. Сутність та методи аналізу грошових потоків підприємства

Під аналізом грошових потоків підприємства розуміють процес дослідження результативних показників їхнього формування на підприємстві з метою виявлення резервів подальшого підвищення ефективності управління ними.

Метою аналізу грошових потоків підприємства є виявлення достатності формування грошових коштів, ефективності їх використання, рівня збалансованості та синхронності.

Виходячи з головної мети управління грошовими потоками, їх аналіз передбачає проведення наступних етапів дослідження (рис. 15.3).

1 етап. Аналіз загального обсягу грошових потоків, метою проведення якого є визначення загальних обсягів грошових потоків, основних тенденцій та пропорцій їхнього розвитку. У процесі цього аналізу темпи приросту загального обсягу грошового обороту співставляються з темпами приросту активів підприємства, обсягів виробництва та реалізації продукції. Для оцінки динаміки грошового обороту підприємства застосовуються наступні показники.

- **Рівень грошового обороту на одиницю активів, що використовуються (РГОа):**

$$\text{РГОа} = \frac{\text{ПГП} + \text{ВГП}}{\bar{A}}, \quad (15.1)$$

де ПГП – сума позитивного грошового потоку;
 ВГП – сума від’ємного грошового потоку;
 $\bar{A}$ – середня сума активів підприємства.

Цей показник характеризує рівень генерування грошових потоків у процесі господарської діяльності підприємства.

- **Рівень грошового обороту на одиницю реалізованої продукції (РГОвр)**, який характеризує динаміку грошових потоків підприємства з операційної діяльності, розраховується наступним чином:

$$\text{РГОвр} = \frac{\text{ПГПо} + \text{ВГПо}}{\text{ВР}}, \quad (15.2)$$

де ПГПо – сума позитивного грошового потоку з операційної діяльності;
 ВГП – сума від’ємного грошового потоку з операційної діяльності;
 ВР – виручка від реалізації.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

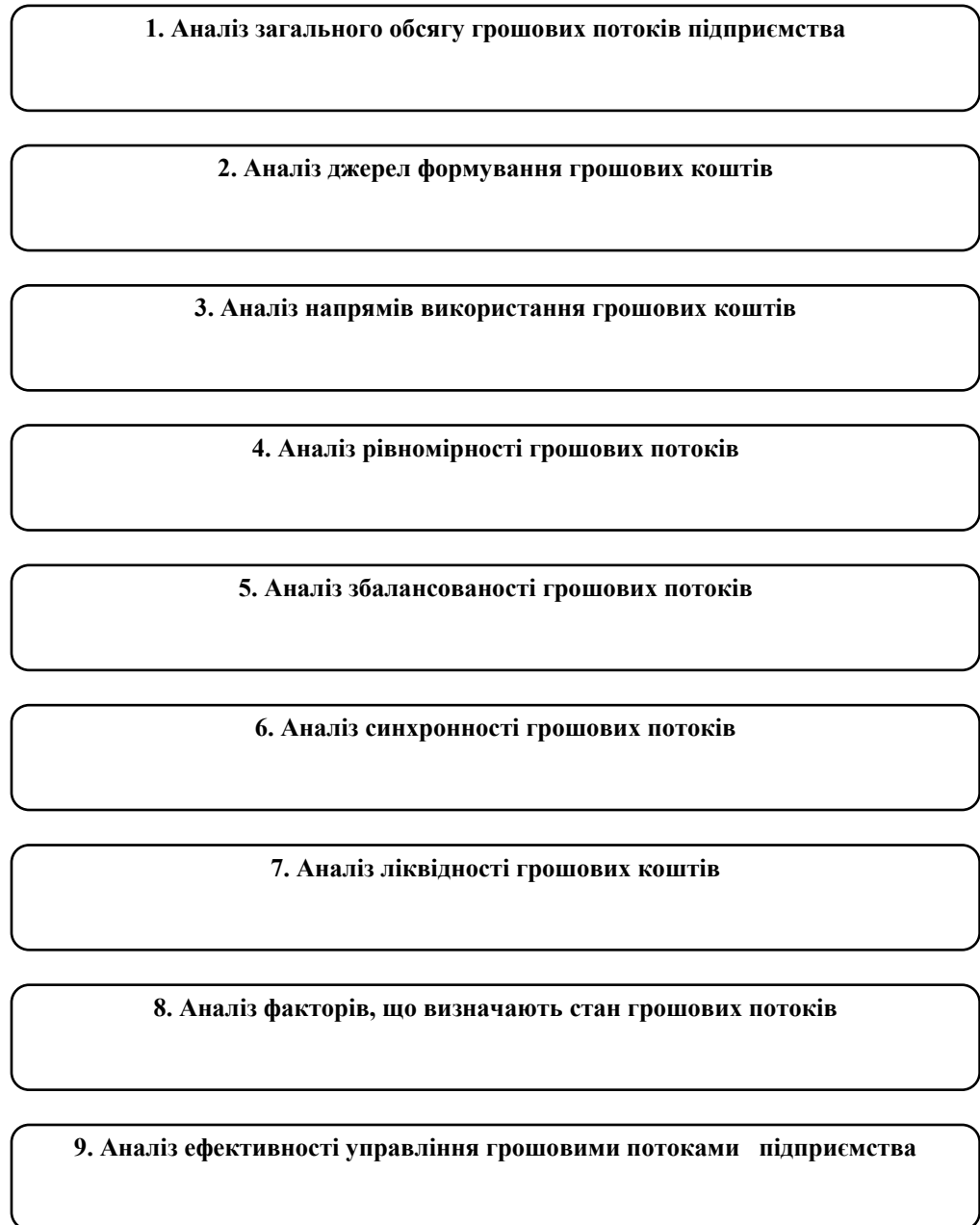


Рис. 15.3. Послідовність проведення аналізу грошових потоків підприємства за окремими етапами

2 етап. Аналіз джерел формування грошових коштів, який передбачає вивчення структури позитивного грошового потоку за видами діяльності, ранжирування джерел надходження грошових коштів, визначення місця (вагомості) кожного з них у грошовому забезпеченні функціонування підприємства.

3 етап. Аналіз напрямів використання грошових коштів, об'єктом якого є вихідний грошовий потік підприємства. Оцінка структури вихідного грошового потоку за видами діяльності та ранжирування окремих напрямів використання дозволяє визначити найбільш «грошомісткі» з них та, відповідно, зосередити увагу на процесі їхнього формування, можливих резервах скорочення, ефективного розподілу у часі. Так, на підприємстві доцільно проаналізувати вихідний грошовий потік від операційної діяльності за видами виплат, що його формують. Результати такого аналізу надають цінну інформацію для прийняття оперативних рішень та прогнозування перспективного стану вихідного грошового потоку.

4 етап. Аналіз рівномірності грошових потоків, метою якого є ідентифікація та оцінка основних видів грошових потоків за ступенем регулярності здійснення, виявлення факторів коливань грошових потоків, наявності й причин затримок у надходженні грошових коштів та відкладенні запланованих видатків.

Показники рівномірності грошових потоків, що розраховуються у межах цього етапу аналізу, характеризують рівномірність надходження та витрачання грошових коштів протягом періоду, що дозволяє оцінити їх розподіл у часі.

Для аналізу рівня рівномірності грошових потоків застосовують зазначені нижче показники.

- **Середньоквадратичне відхилення надходження грошових коштів (σN):**

$$\sigma N = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (\bar{N} - N_n)^2}{n}}, \quad (15.3)$$

де $\bar{N}$ – середній за період обсяг позитивного грошового потоку;
 N_n – обсяг позитивного грошового потоку за n -період.

Цей показник характеризує діапазон коливань позитивного грошового потоку, тобто визначає, наскільки рівномірно надходять грошові кошти протягом періоду, що досліджується.

- **Середньоквадратичне відхилення витрачання грошових коштів (σV)**, яке характеризує діапазон коливання вихідного грошового потоку:

$$\sigma v = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (\bar{V} - V_n)^2}{n}}, \quad (15.4)$$

де $\bar{V}$ – середній обсяг вихідного грошового потоку;
 V_n – обсяг вихідного грошового потоку за період.

- **Коефіцієнт варіації надходження грошових коштів (KVn)**:

$$KVn = \frac{\sigma n}{\bar{N}} \cdot 100. \quad (15.5)$$

Значення коефіцієнта варіації надходження характеризує ступінь нерівномірності позитивного грошового потоку.

- **Коефіцієнт варіації вихідного грошового потоку (KVv)**, який визначає ступінь нерівномірності витрачання грошових коштів:

$$KVv = \frac{\sigma v}{\bar{V}} \cdot 100. \quad (15.6)$$

- **Коефіцієнт рівномірності надходження грошових коштів (KpN)**, який характеризує ступінь рівномірності надходження грошових коштів:

$$KpN = 100 - K Vn. \quad (15.7)$$

- **Коефіцієнт рівномірності витрачання грошових коштів (KpV)**, що вказує на ступінь рівномірності та ритмічності вихідного грошового потоку:

$$KpV = 100 - K V_v. \quad (15.8)$$

- **Ступінь регулярності позитивного грошового потоку (C_{pn}):**

$$C_{pn} = \frac{\text{ПГПр}}{\text{ПГП}}, \quad (15.9)$$

де ПГПр – обсяг регулярного позитивного грошового потоку;
ПГП – обсяг позитивного грошового потоку.

Ступінь регулярності надходження грошових коштів показує частку грошових надходжень, які є регулярними, тобто дозволяє визначити стабільні позитивні потоки та джерела їхнього надходження. На регулярність позитивного грошового потоку вказує значення показника, що прямує до одиниці. Зростання регулярності є свідченням стабільності операційної діяльності й полегшує процес планування грошових потоків, підтримку належного рівня ліквідності.

- **Відносна частота негативних відхилень у рівномірності позитивного грошового потоку від операційної діяльності (K_n):**

$$K_n = \frac{N_n}{n} \cdot 100, \quad (15.10)$$

де N_n – кількість періодів, протягом яких спостерігалися негативні відхилення варіативного компонента позитивного грошового потоку від операційної діяльності;
 n – кількість періодів, що досліджувалися.

Цей показник характеризує частоту зменшення обсягу позитивного грошового потоку від операційної діяльності протягом періоду, що демонструє ступінь ризику даного виду операційної діяльності щодо можливостей генерування позитивного грошового потоку та дозволяє аналітику виявляти причини негативних коливань у надходженні грошових коштів, розробляти заходи стабілізації позитивного грошового потоку і підвищувати обґрунтованість касових планів. Високе значення показника вказує на високий ступінь ризику падіння позитивного грошового потоку, що потребує створення резервного запасу грошових коштів для забезпечення платоспроможності.

- **Рівень дефіцитності позитивного грошового потоку від операційної діяльності (Рдгпо):**

$$Рдгпо = \frac{ЗНКсер}{ПГПсер}, \quad (15.11)$$

де ЗНКсер – середньоденний обсяг затримки позитивного грошового потоку від операційної діяльності (середньоденна затримка погашення дебіторської заборгованості);

ПГПсер – середньоденний обсяг позитивного грошового потоку від операційної діяльності.

Рівень дефіцитності позитивного грошового потоку характеризується часткою середньоденного обсягу затриманих грошових надходжень у середньоденному позитивному грошовому потоці та демонструє те, наскільки вчасно і в якому обсязі надходять грошові кошти. Високий рівень показника вказує на високу вірогідність виникнення дефіциту грошових коштів для обслуговування господарської діяльності.

- **Середній період затримки позитивного грошового потоку від операційної діяльності (Тдеф):**

$$Тдеф = \frac{N}{n}, \quad (15.12)$$

де N – період надходження затриманих платежів;

n – кількість днів у періоді у досліджуваному періоді.

Він характеризує середній термін, протягом якого відбувається затримка надходження грошових коштів, виходячи з чого аналітик має можливість прогнозувати ускладнення ліквідного характеру та здійснювати пошук резервів їхнього уникнення шляхом створення резервного запасу грошових коштів, пошуку зовнішніх джерел залучення грошових ресурсів тощо.

- **Частота виникнення затримок у надходженні грошових коштів від операційної діяльності (Чзнгк):**

$$Чзнгк = \frac{k}{n}, \quad (15.13)$$

де k – кількість випадків затримки надходження грошових коштів.

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Частота виникнення затримок у надходженні грошових коштів характеризує ступінь ризику настання таких затримок, що дозволяє оцінювати можливі збої у розвитку грошових потоків та розробляти заходи щодо уникнення дефіциту грошових коштів.

- **Частота перевитрачання грошових коштів у процесі операційної діяльності (K_n):**

$$K_n = \frac{N_n}{n} \cdot 100, \quad (15.14)$$

де N_n – кількість періодів, протягом яких спостерігалось перевитрачання грошових коштів.

Частота перевитрачання грошових коштів характеризує ймовірність виникнення додаткових видатків грошових коштів, виникнення ситуацій, коли обсяги витрачання грошових коштів перевищують їх середні обсяги, що дозволяє виявляти причини таких ситуацій та розробляти інструментарій їхнього регулювання й уникнення ускладнень ліквідного характеру.

5 етап. Аналіз збалансованості грошових потоків, метою проведення якого є дослідження узгодженості обсягів надходження та витрачання грошових коштів, що визначає ступінь динамічної платоспроможності підприємства, його фінансову рівновагу і можливості забезпечення стійкого економічного зростання. Для дослідження рівня збалансованості грошових потоків застосовують зазначені нижче показники:

- **Балансове рівняння грошових коштів:**

$$Г_{Ап} + ПГП = ВГП + Г_{Ак}, \quad (15.15)$$

де $Г_{Ап}$ – запас грошових коштів на початок (кінець) періоду;
($Г_{Ак}$)

$ПГП$ – позитивний грошовий потік;

$ВГП$ – від'ємний грошовий потік.

Індикатором незбалансованості окремих видів грошових потоків є зменшення запасу грошових коштів на кінець досліджуваного періоду порівняно з початком.

- **Чистий грошовий потік ($ЧГП$):**

$$ЧГП = ПГП - ВГП, \quad (15.16)$$

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

де ПГП – позитивний грошовий потік;
ВГП – від’ємний грошовий потік.

Чистий грошовий потік характеризує грошовий результат діяльності підприємства, обсяг його власних фінансових ресурсів, що перебувають у грошовій формі. Він характеризує приріст ринкової вартості підприємства за досліджуваний період.

• **Коефіцієнт «якості» чистого грошового потоку (Кя):**

$$Кя = \frac{ЧП + Ам}{ЧГП} \cdot 100, \quad (15.17)$$

де ЧП – обсяг чистого прибутку;
Ам – обсяг амортизаційних відрахувань;
ЧГП – обсяг чистого грошового потоку від операційної діяльності.

Коефіцієнт «якості» чистого грошового потоку надає узагальнюючу характеристику структури джерел формування чистого грошового потоку. Висока якість чистого грошового потоку характеризується зростанням частки чистого прибутку у його формуванні за рахунок зростання обсягів операційної діяльності. Проте перевищення обсягів чистого прибутку та амортизаційних відрахувань реального обсягу чистого грошового потоку від операційної діяльності свідчить про неповноту його отримання прибутку у грошовій формі у межах звітного періоду і не може вважатися позитивним явищем.

• **Коефіцієнт достатності грошових потоків від операційної діяльності (КДчгп):**

$$КДчгп = \frac{ЧГПод}{ОБ + \Delta Зт + Д}, \quad (15.18)$$

де ОБ – сума виплат основного боргу по кредитах та позиках;
 $\Delta Зт$ – сума приросту запасів товарно-матеріальних цінностей у складі обігових активів;
Д – сума дивідендів, що сплачуються.

Цей коефіцієнт характеризує ступінь достатності грошових коштів від операційної діяльності для покриття витрат на відшкодування капіталу, чистих інвестицій у операційні запаси та готівкові дивіденди. Значення показника на рівні одиниці свідчить про достатність власних

грошових коштів для покриття потреб у них. Щоб уникнути впливу економічних циклів, рекомендується здійснювати розрахунок даного показника за підсумками діяльності підприємства за п'ять років.

- **Середньоденний дефіцит грошових коштів ($\overline{\text{ДГК}}$),** що розраховується наступним чином:

$$\overline{\text{ДГК}} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{ДГК}_i}{n}, \quad (15.19)$$

де ДГК_i – дефіцит грошових коштів, що виникає у певний день періоду.

Цей показник характеризує обсяг середньоденного дефіциту грошових коштів, який виникає у процесі господарської діяльності підприємства. Його розрахунок дозволяє оцінити можливу нестачу грошових коштів, виявити її причину та вжити заходів щодо уникнення проблем з ліквідністю.

- **Рівень дефіцитності грошових коштів (Рдеф):**

$$\text{Рдеф} = \frac{\overline{\text{ДГК}}}{\overline{\text{ПГПО}}}, \quad (15.20)$$

де $\overline{\text{ПГПО}}$ – середньоденний позитивний грошовий потік від операційної діяльності.

Значення цього показника вказує на те, яку частку від середньоденного позитивного грошового потоку від операційної діяльності становить величина середньоденного дефіциту грошових коштів, що дозволяє визначити обсяги додаткових надходжень, які має забезпечити підприємство для покриття такого дефіциту. Розрахунок рівня дефіцитності грошових коштів є важливим інструментом обґрунтування обсягу резервного запасу грошових коштів.

- **Середній період дефіцитності грошових коштів (Тдеф),** який характеризує, протягом якого періоду підприємство відчуває нестачу грошових коштів і потребує мобілізації додаткових резервів залучення грошових коштів або зменшення витратної частини платіжного календаря:

$$T_{\text{деф}} = \frac{N}{k}, \quad (15.21)$$

де N – період погашення відкладених платежів;
 k – кількість випадків відкладення платежів.

- **Частота виникнення дефіциту грошових коштів ($Ч_{\text{деф}}$),** яка характеризує появу ускладнень ліквідного характеру у процесі господарської діяльності підприємства і розраховується за формулою:

$$Ч_{\text{деф}} = \frac{N}{n}. \quad (15.22)$$

- **Коефіцієнт достатності грошових потоків ($К_{\text{дгк}}$),** який дає узагальнюючу характеристику збалансованості грошових потоків і розраховується наступним чином:

$$К_{\text{дгк}} = \frac{ЗГК + ПГП}{ВГф + ВГв}, \quad (15.23)$$

де $ЗГК$ – запас грошових коштів на момент оцінки;
 $ВГф$ – фактичне витрачання грошових коштів за період оцінки;
 $ВГв$ – відкладене витрачання грошових коштів за період оцінки.

Інтерпретація результатів оцінки коефіцієнта достатності грошових коштів представлена у табл. 15.1.

Таблиця 15.1

Матриця діагностики збалансованості грошових потоків на основі оцінки коефіцієнта достатності грошових коштів

Значення показника	Характеристика ситуації
$К_{\text{дгк}} > 1$ при $ВГв = 0$	Достатньо грошових коштів для виконання усіх необхідних платежів, що дозволяє уникнути дефіциту грошових коштів. Необхідно підтримувати досягнутий рівень збалансованості грошових потоків

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Закінчення табл. 15.1

Значення показника	Характеристика ситуації
Кдгк > 1 при ВГв>0	Коефіцієнт достатності свідчить про можливість підприємства виконувати необхідні платежі, але при цьому є відкладене витрачання грошових коштів. Це може бути свідченням або халатності відповідальної особи за здійснення витрачання грошових коштів, що негативно відображається на іміджі та кредитному рейтингу підприємства, або так званого відкладання витрачання грошових коштів у зв'язку з очікуванням більш пріоритетного витрачання, яке потребує мобілізації певного обсягу грошових коштів і є важливим для підприємства. Прикладом такої ситуації може бути відкладення видатків з погашення кредиторської заборгованості з метою мобілізації коштів на сплату податків, або основної суми боргу банківській установі. Такі явища «очікування» в Україні досить поширені і таку ситуацію, думається, можна вважати ознакою розбалансованості грошових потоків
Кдгк < 1 при ВГв>0	У підприємства періодично не вистачає грошових коштів для забезпечення необхідних видатків у процесі діяльності. Така ситуація потребує синхронізації потоків, пошуку джерел скорочення витратної частини та збільшення дохідної частини бюджету грошових коштів

де Кдгк – коефіцієнт достатності грошових коштів;
Вв – обсяги відкладених платежів (обсяг дефіциту грошових коштів).

- **Ступінь покриття стабільного вихідного грошового потоку від операційної діяльності гарантованим позитивним грошовим потоком від операційної діяльності (Сп):**

$$C_{\text{п}} = \frac{\text{ГППО}}{\text{СВПО}}, \quad (15.24)$$

де ГППО – гарантований мінімальний грошовий потік від операційної діяльності;
СВПО – стабільний вихідний грошовий потік від операційної діяльності.

Цей показник дозволяє оцінити можливість підприємства забезпечувати збалансованість грошових потоків при несприятливих умовах господарювання, коли надходження грошових коштів – мінімальні, що дозволяє зробити висновки про спроможність підприємства зберігати відносно стійке фінансове становище при несприятливій кон'юктурі ринку.

6 етап. Аналіз синхронності грошових потоків, метою якого є оцінка ступеня узгодженості грошових потоків у часі, що значним чином визначає стан фінансової рівноваги підприємства. З цією метою застосовують коефіцієнт кореляції вхідного та вихідного грошових потоків (**КК**):

$$KK = \sum_{t=1}^n P \left[\frac{ПГП_t - \overline{ПГП}}{\sigma_{ПГП}} \right] \cdot \left[\frac{ВГП_t - \overline{ВГП}}{\sigma_{ВГП}} \right], \quad (15.25)$$

- де
- P – частота виникнення відхилень позитивного та від’ємного грошових потоків у досліджуваному періоді;
 - $ПГП$ ($ВГП$) – позитивний (від’ємний) грошовий потік в одному інтервалі досліджуваного періоду;
 - $\overline{ПГП}$ ($\overline{ВГП}$) – середній обсяг позитивного (від’ємного) грошового потоку в одному інтервалі досліджуваного періоду;
 - $\sigma_{ПГП}$ ($\sigma_{ВГП}$) – середньоквадратичне відхилення позитивного (від’ємного) грошового потоку у досліджуваному періоді;
 - n – загальна кількість інтервалів у досліджуваному періоді.

7 етап. Аналіз ліквідності грошових потоків, метою якого є дослідження можливостей підприємства по здійсненню необхідних платежів і особливо по погашенню зобов’язань. З цією метою розраховуються зазначені нижче показники:

- **Коефіцієнт перспективної ліквідності грошового потоку (KL)**, розраховується за формулою:

$$KL = \frac{\Gamma A_{\Pi} + ПГП - \Gamma A_{\text{К}}}{ВГП}, \quad (15.26)$$

- де
- ΓA_{Π} ($\Gamma A_{\text{К}}$) – обсяг грошових активів на початок (кінець) планового періоду;
 - $ПГП$ – обсяг планового позитивного грошового потоку;
 - $ВГП$ – обсяг планового вихідного грошового потоку.

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Цей показник розраховується на основі прогнозного бюджету руху грошових коштів, тобто є показником оцінки перспективного стану грошових потоків. Протягом періоду, що досліджується, значення показника має максимально наближатися до одиниці. Якщо даний коефіцієнт значно перевищує одиницю, це свідчить про неефективне управління грошовими потоками з точки зору забезпечення дохідності. Значення показника значно менше одиниці свідчить про підвищений ризик втрати ліквідності.

- **Відносний індекс ліквідності**, що розраховується за наступною формулою:

$$IL = \frac{\Gamma_{\text{Ап}} + \text{ЧГП}}{\sigma_{\text{ЧГП}}}, \quad (15.27)$$

де ЧГП – обсяг чистого грошового потоку;
 $\sigma_{\text{ЧГП}}$ – середньоквадратичне відхилення чистого грошового потоку від середньої величини, що очікується.

Цей показник вказує на можливість покриття наявними грошовими коштами прогнозованої флуктуації грошових потоків підприємства. Низьке значення відносного індексу ліквідності відповідає високій вірогідності технічної неплатоспроможності. Інтерпретація результатів оцінки цього показника представлена у табл. 15.2.

Таблиця 15.2

Матриця діагностики відносного індексу ліквідності

Значення показника	Характеристика ситуації	Необхідні заходи
$IL < 1$	Підприємство не спроможне покривати очікувані флуктуації грошових потоків наявними запасами грошових коштів та приростом грошових коштів у результаті проведення господарських операцій	Пошук резервів зростання обсягу чистого грошового потоку та зменшення ступеня коливання грошових потоків. З цією метою має бути задіяний механізм пошуку резервів підвищення дохідності торговельної діяльності, що дозволить підвищити обсяги надходжень та забезпечити їх регулярність, здійснювати жорсткий контроль погашення дебіторської заборгованості. Для зменшення рівня коливання грошових потоків необхідно підвищувати точність прогнозування руху грошових коштів, його обґрунтований розподіл у часі, налагодження контролю за виплатами

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 15.2

Значення показника	Характеристика ситуації	Необхідні заходи
$IL=1$	Наявний запас грошових коштів та їх приріст у результаті проведення господарської діяльності дозволяє покривати можливі флуктуації грошових потоків	Комплекс заходів щодо утримання ситуації та пошук резервів зростання чистого грошового потоку для можливості його реінвестування
$IL>1$	Наявний запас грошових коштів та їх приріст у результаті господарської діяльності дозволяє покривати можливі флуктуації грошових потоків, забезпечуючи при цьому резерв грошових коштів, який може бути вигідно реінвестований	Комплекс заходів щодо утримання ситуації та пошук ефективних напрямів інвестування грошових коштів для підвищення ефективності діяльності підприємства

- **Коефіцієнт ліквідності грошових потоків (КЛ)**, який характеризує здатність підприємства покривати необхідні витрати грошових коштів позитивним грошовим потоком у звітному періоді.

$$КЛ = \frac{ПГП}{ВГП}, \quad (15.28)$$

де ПГП – позитивний грошовий потік;
ВГП – від’ємний грошовий потік.

- **Ступінь покриття прострочених зобов’язань чистим грошовим потоком (Сппз):**

$$Сппз = \frac{ЧГП}{ПЗ} \cdot 100, \quad (15.29)$$

де ПЗ – обсяг прострочених зобов’язань.

Він показує можливість підприємства покривати прострочені зобов’язання без «ушкоджень» для поточної діяльності підприємства. Значення коефіцієнта вище одиниці свідчить про спроможність підприємства сплатити прострочені зобов’язання без відволікання грошових коштів з поточної діяльності і не провокуючи відкладення платежів поточного характеру внаслідок погашення зобов’язань минулих періодів. Значення показника менше одиниці свідчить про «дефіцитність» грошових потоків підприємства, їхній низький рівень ліквідності, що призводить до неможливості погашення

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

прострочених зобов'язань без ускладнень у поточному періоді, тобто їх виконання потягне за собою появу нових неплатежів.

• **Коефіцієнт можливого виконання наступних зобов'язань ($K_{\text{ВБЗ}}$):**

$$K_{\text{ВБЗ}} = \frac{\Gamma_{\text{Ап}} + \text{ПГПо} + \text{ПГПі} + \text{ПГПф}}{\text{ТБЗ}}, \quad (15.30)$$

де ПГПо – плановий позитивний грошовий потік від операційної (інвестиційної, фінансової) діяльності;
 ПГПі ,
 ПГПф
 ТБЗ – термінові боргові зобов'язання у плановому періоді.

Цей показник є аналогом коефіцієнта загального покриття, але має динамічний характер, оскільки оперує не статичними величинами (запасами), а динамічними – потоками, що дозволяє оцінювати більш об'єктивно прогностичний рівень платоспроможності підприємства. Точність розрахунку даного показника забезпечується якісним складанням плану руху грошових коштів.

Інтерпретація результатів оцінки коефіцієнта перспективного виконання боргових зобов'язань представлена у табл. 15.3.

Таблиця 15.3

Діагностика показника можливого виконання наступних боргових зобов'язань

Значення показника	Характеристика ситуації	Необхідні заходи
$K_{\text{ВБЗ}} < 1$	Підприємство не спроможне виконати у наступному місяці усі боргові зобов'язання навіть за умови повного витрачення грошових коштів на ці цілі, висока імовірність виникнення ситуації банкрутства	Ранжирування боргових зобов'язань по черговості, проведення переговорів з кредиторами стосовно перенесення термінів платежів, пошук резервів росту грошових надходжень
$K_{\text{ВБЗ}} = 1$	Підприємство може виконати у наступному місяці усі боргові зобов'язання, але тільки за умови скорочення витрачення грошових коштів на поточні потреби (часткового фінансування операційних витрат)	Ранжирування поточних потреб за ступенем пріоритетності, визначення можливостей перенесення термінів поточних операційних платежів, пошук резервів зростання грошових надходжень та скорочення операційних витрат; при неможливості урегулювання ситуації – визначення можливості переносу термінів сплати боргових зобов'язань

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 15.3

Значення показника	Характеристика ситуації	Необхідні заходи
$K_{ВБЗ} > 1$	Підприємство має можливість без ускладнення для поточного фінансування діяльності виконати усі термінові боргові зобов'язання. Необхідно враховувати, наскільки коефіцієнт перевищує одиницю, розглянувши додатково прогнозовані грошові потоки за ступенем їх пріоритетності та при потребі вишукувати резерви зростання грошових надходжень	Контроль за терміном сплати, недопущення накладання санкцій

8 етап. Аналіз факторів, що визначають стан грошових потоків. Метою цього етапу є проведення кількісної оцінки основних чинників, які визначають стан грошових потоків підприємства. Для проведення такої оцінки застосовуються методи детермінованого та стохастичного факторного аналізу.

Прикладами проведення цього аналізу є:

8.1. Дослідження методом ланцюгових підстановок впливу позитивного, від'ємного грошових потоків, вхідного грошового сальдо на зміну запасів грошових коштів на кінець періоду. Для цього застосовують модель, яка формується, виходячи з балансового рівняння грошових коштів:

$$ЗГА_k = ЗГА_p + ПГП - ВГП. \quad (15.31)$$

8.2. Дослідження методом ланцюгових підстановок впливу швидкості обороту запасів, дебіторської заборгованості, кредиторської заборгованості на довжину фінансового циклу підприємства. З цією метою застосовують модель розрахунку довжини фінансового циклу.

8.3. Дослідження методом ланцюгових підстановок впливу зміни середнього позитивного грошового потоку та рівня дефіцитності грошових коштів на середній обсяг дефіциту грошових коштів. Для цього застосовується наступна модель:

$$\overline{ДГК} = \overline{ПГП} \cdot P_d, \quad (15.32)$$

де $\overline{ДГК}$ – середній дефіцит грошових коштів;

$\overline{\text{ПГП}}$ – середній позитивний грошовий потік;

Рд – рівень дефіцитності грошових коштів підприємства.

9 етап. Аналіз ефективності управління грошовими потоками є завершальним етапом аналітичної роботи, мета якого – визначити результативність управлінських рішень щодо грошових потоків підприємства та їхній вплив на стан фінансової рівноваги і забезпечення сталого економічного зростання. Для аналізу ефективності управління грошовими потоками використовують наступні показники:

- **коефіцієнт ефективності грошових потоків:**

$$\text{КЕ}_{\text{гп}} = \frac{\text{ЧГП}}{\text{ВГП}}, \quad (15.33)$$

де ЧГП – обсяг чистого грошового потоку;

ВГП – обсяг вихідного грошового потоку.

Цей коефіцієнт є узагальнюючим показником ефективності грошових потоків, що відображає рівень генерування грошовими видатками чистого грошового потоку;

- **коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку від операційної діяльності ($\text{КР}_{\text{чгп}}$):**

$$\text{КР}_{\text{чгп}} = \frac{\text{ЧГП}_{\text{од}} - \text{Д}}{\Delta \text{РІ} + \Delta \text{ФІ}}, \quad (15.34)$$

де $\text{ЧГП}_{\text{од}}$ – чистий грошовий потік від операційної діяльності;

Д – сума сплачених дивідендів;

$\Delta \text{РІ}$ – сума приросту реальних інвестицій;

$\Delta \text{ФІ}_{\text{д}}$ – сума приросту довгострокових фінансових інвестицій.

Цей коефіцієнт показує частку грошових інвестицій, спрямованих на заміну активів росту виробництва, і вважається достатнім на рівні 8–10%. Інтерпретація результатів аналізу коефіцієнту реінвестування чистого грошового потоку представлена у табл. 15.4.

**Матриця діагностики рівня реінвестування
чистого грошового потоку від операційної діяльності**

Значення показника	Характеристика ситуації	Необхідні заходи
$8\% \leq \text{КРчгп} \leq 10\%$	Необхідний приріст активів підприємство фінансує частково (на 8–10%) за рахунок приросту власних грошових ресурсів від проведення операційної діяльності, а частково (90–92%) за рахунок позикового капіталу, достатнього для ефективного функціонування підприємства, що є свідченням ефективного управління грошовими потоками за умови, коли приріст активів відповідає потребам підприємства	Комплекс заходів із підтримки ситуації, вибір ефективних джерел залучення позикового капіталу
$\text{КРчгп} < 8\%$	Необхідний приріст активів фінансується переважно за рахунок грошових коштів із зовнішніх джерел фінансування, оскільки операційна діяльність генерує недостатній обсяг чистого грошового потоку, що свідчить про незадовільний рівень ефективності управління грошовими потоками	Заходи, спрямовані на зростання обсягу чистого грошового потоку та доведення його до розміру, що забезпечить стаке економічне зростання підприємства
$\text{КРчгп} > 10\%$	Фінансування необхідного приросту активів більше ніж на 10% підприємство здійснює за рахунок приросту власних грошових коштів від проведення операційної діяльності, що свідчить про ефективне управління грошовими потоками, збалансованість внутрішнього механізму їхнього формування, низький ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування	Підприємству необхідно здійснювати пошук оптимальної композиції власних і зовнішніх джерел залучення грошових коштів з метою підвищення рівня рентабельності власного капіталу, контролювати рівень ефективності інвестування чистого грошового потоку

Результати аналізу використовуються для виявлення резервів оптимізації грошових потоків підприємства та їх планування на наступний період.

Глава 16

ОПТИМІЗАЦІЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ
ПІДПРИЄМСТВА

16.1. Сутність та напрями оптимізації грошових потоків підприємства

Зростання ринкової вартості, забезпечення економічного зростання будь-якого підприємства є не лише головною ціллю діяльності топ-менеджерів, але й необхідною передумовою збереження і розширення займаного сегменту ринку та збільшення потенціалу подальшого диференційованого розвитку суб'єкта господарювання у довгостроковому періоді часу, що забезпечується оптимізацією роботи і розвитком усіх сфер економічної діяльності підприємства. Ключовим елементом економічної системи підприємства є саме грошові потоки, які завдяки специфіці сфери фінансового менеджменту обумовлюють координацію потоків економічних ресурсів усього підприємства. Грошові потоки сприяють пожвавленню або зумовлюють затухання розвитку не лише окремих видів, напрямів та сфер діяльності, але й змінюють потенціал економічного зростання усієї економічної системи у довгостроковій перспективі. А, відтак, їхня оптимізація посідає одну з ключових позицій в управлінні фінансами підприємства.

У найбільш загальному вигляді оптимізацію грошових потоків можна охарактеризувати як процес забезпечення найкращого, найефективнішого руху грошових потоків підприємства для досягнення поставлених цілей.

Основні сутнісні характеристики оптимізації грошового потоку наведено на рис. 16.1.

1. Процес, що враховує сутнісні характеристики грошових потоків підприємства. Грошові потоки мають низку своїх особливих сутнісних характеристик, які слід враховувати у процесі управління ними, тож для досягнення позитивних результатів оптимізації грошових потоків їх потрібно враховувати.

2. Інструмент забезпечення необхідного рівня платоспроможності підприємства. Саме у процесі оптимізації грошових потоків забезпечується цільове співвідношення вхідних, вихідних та чистих грошових потоків підприємства, що забезпечують спроможність сплачувати за всіма зобов'язаннями.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 16.1. Основні сутнісні характеристики поняття оптимізації грошових потоків підприємства

3. У процесі оптимізації грошових потоків підприємства взаємозгоджуються інтереси усіх структурних підрозділів. І відчутного впливу можуть зазнати усі напрями діяльності, що, у сукупності, обумовлює загальний вплив на можливий рівень виконання поставлених завдань і досягнення стратегічних цілей підприємства. На прикладі впровадження концепції «Тотального управління грошима», головні пріоритети управління грошовими потоками мають затверджуватися ще на етапі формування стратегії компанії. Тому, ключові позиції оптимізаційного процесу (як складового загального процесу управління грошовими потоками) мають враховуватися ще на етапі формування фінансової стратегії підприємства і поступово деталізуватися у процесі поточного та оперативного планування діяльності підприємства з метою врахування усіх обмежень та чинників організації грошових потоків згідно з критерієм Парето. Отже, оптимізація грошових потоків є процесом стратегічного, поточного та оперативного управління грошовими потоками підприємства.

4. Кожне рішення менеджера впливає на вхідний чи вихідний грошовий потік. Отже, оптимізація грошових потоків підприємства – це фінансова оптимізація діяльності усіх сфер управління підприємством, а процес оптимізації стає регулятором оптимального розвитку усіх економічних підсистем підприємства.

5. Оптимізація грошових потоків є функціональним процесом управління ними, що головним чином впливає на їхній перерозподіл, а, отже, і максимізацію ринкової вартості підприємства при оптимальних витратах.

Таким чином, оптимізацію грошових потоків підприємства можна розглядати як процес стратегічного, поточного та оперативного управління грошовими потоками підприємства, у межах якого регулюється розвиток економічних підсистем і забезпечується максимізація його ринкової вартості при оптимальних витратах і збереженні необхідного рівня платоспроможності.

Оптимізація грошових потоків є процесом вибору найкращих форм їх організації на підприємстві з урахуванням умов та особливостей здійснення його господарської діяльності.

Метою оптимізації грошових потоків, як і їх управління у цілому, є досягнення підприємством стану фінансової рівноваги. Досягнення цієї мети потребує вирішення у процесі оптимізації грошових потоків наступних завдань:

- 1) забезпечення високого рівня збалансованості обсягів вхідного та вихідного грошових потоків за обсягами;
- 2) підтримка постійної платоспроможності підприємства;
- 3) формування необхідного обсягу чистого грошового потоку, що забезпечує задані темпи економічного розвитку підприємства на умовах самофінансування;
- 4) формування високого рівня якості чистого грошового потоку підприємства.

Основними об'єктами оптимізації грошових потоків є:

- 1) чистий грошовий потік;
- 2) вихідний грошовий потік;
- 3) вхідний грошовий потік.

Оптимізація грошових потоків – це процес, який враховує багато критеріїв і факторів, – усі економічні процеси підприємства, що неможливо обмежити лише кількома показниками. Саме тому оптимізація грошових потоків здійснюється за кількома взаємно доповнюючими напрямками: оптимізація грошових потоків за видами діяльності, збалансування обсягів окремих видів грошових потоків, синхронізація різних видів грошових потоків у часі, забезпечення цільового чистого грошового потоку підприємства (рис. 16.2).



Рис. 16.2. Напрями оптимізації грошових потоків підприємства

Оптимізація грошових потоків за видами діяльності. Кожен вид діяльності підприємства має специфічні цільові завдання, що відповідно відображаються у системі цільових орієнтирів оптимального управління грошовими потоками (у тому числі обсягу цільового чистого грошового потоку). Досягнення цільових показників управління грошовими потоками кожного виду діяльності забезпечує оптимізацію грошових потоків за кожним з видів діяльності (операційної, інвестиційної та фінансової), що сприяє загальній максимізації ефективності діяльності усього підприємства.

Згідно з Положеннями бухгалтерського обліку, операційна діяльність забезпечує торговельному підприємству основну частку доходів і є тим базисом, тією основою, з якої формується базис потенціалу подальшого розвитку та фінансового зростання підприємства. Отже, операційна діяльність виступає як основний генератор чистого грошового потоку, максимізація обсягу якого головним чином сприяє зростанню рівня самоокупності (автономності діяльності), прискоренню темпу економічного зростання і підвищенню ринкової вартості підприємства. А відтак, основним орієнтовним цільовим напрямом організації грошових потоків операційної діяльності у системі оптимізації потоків грошових ресурсів усього підприємства має бути максимізація чистого грошового потоку.

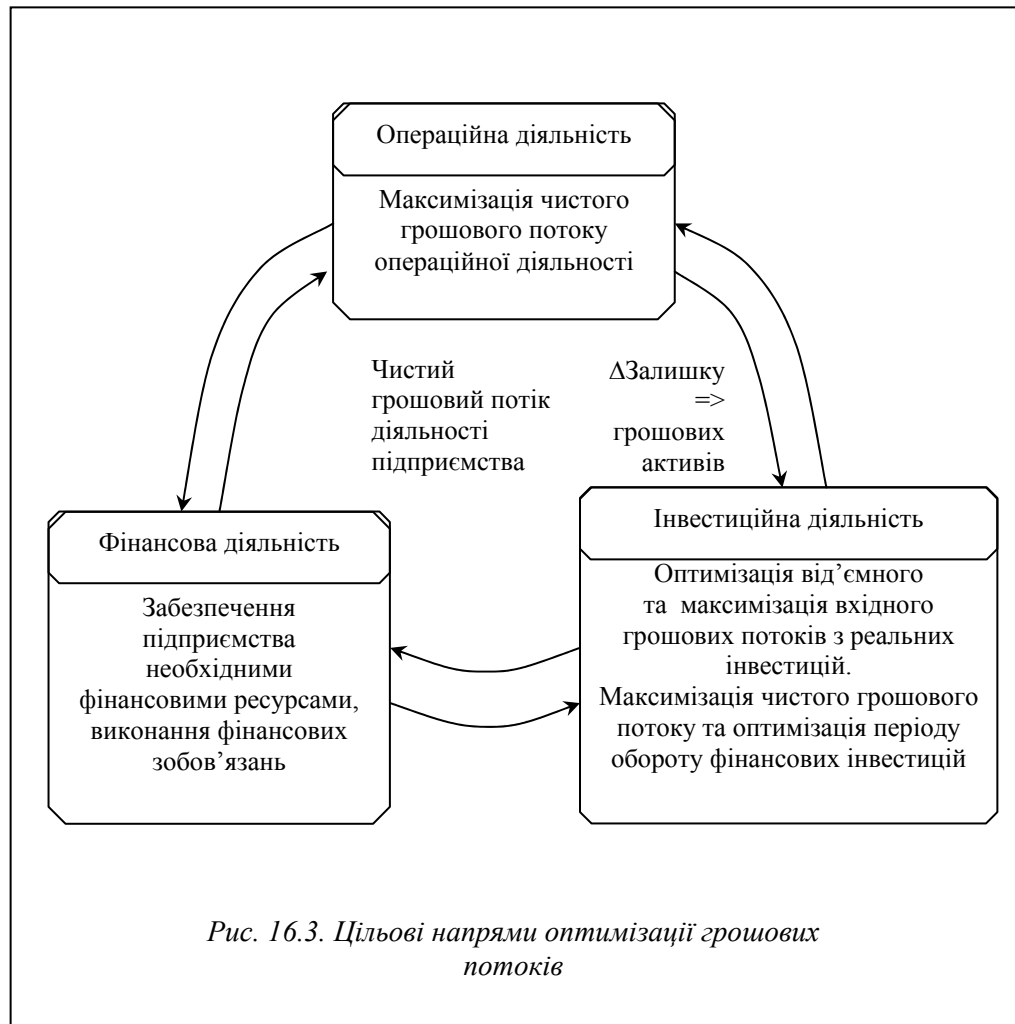
Інвестиційна та фінансова діяльність підприємства є допоміжними напрямками діяльності і мають, головним чином, забезпечувати стійке зростання обсягів операційної діяльності.

Інвестиційна діяльність – купівля та реалізація тих необоротних активів, а також фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів. Таким чином, інвестиції можна поділити на реальні і фінансові, що застосовуються на підприємстві за різними цілями і є допоміжними операційної діяльності підприємства. Реальні інвестиції торговельного підприємства є локомотивом його майбутнього економічного зростання за допомогою купівлі необхідних основних засобів і реалізації малопродуктивних. Таким чином, цільовим параметром грошових потоків з реальних інвестицій має бути оптимізація вихідного грошового потоку за критерієм економічної ефективності впровадження реальних інвестицій (у межах інвестиційного менеджменту) і максимізація вхідного грошового потоку від реалізації необоротних активів.

Фінансові інвестиції забезпечують ефективне використання вільних надлишків грошових коштів, що виникають у процесі операційної діяльності. Отже, параметрами оптимізації мають стати: період, на який вкладаються фінансові інвестиції (що має відповідати періоду, протягом якого грошові кошти операційної діяльності тимчасово вільні), і рівень ефективності вкладання коштів. Таким чином, критерієм оптимізації фінансових інвестицій має стати максимізація чистого грошового потоку фінансових інвестицій та оптимізація їхнього періоду обороту.

Фінансова діяльність – діяльність, що зумовлює зміни розміру та складу власного й позикового капіталу підприємства. З такої позиції основним цільовим орієнтиром фінансової діяльності є забезпечення підприємства необхідним обсягом фінансових ресурсів як із внутрішніх, так і зовнішніх джерел, а також виконання усіх взятих зобов'язань з фінансової діяльності підприємства. Таким чином, у фінансовій діяльності грошові потоки мають виконувати функцію створення сприятливого клімату залучення необхідного обсягу ресурсів для забезпечення фінансування як операційної, так і інвестиційної діяльності.

Узагальнення основних напрямів оптимізації грошових потоків торговельного підприємства у розрізі видів діяльності наведено у рис. 16.3.



За допомогою синхронізації та збалансування грошових потоків може забезпечуватися тільки необхідний визначений рівень платоспроможності підприємства, що є лише однією із характеристик фінансової рівноваги підприємства, а, отже, виникає необхідність у визначенні інших напрямів оптимізації грошових потоків підприємства.

У процесі підтримки необхідної платоспроможності підприємства, виникає пряма необхідність у визначенні потреби у вхідному грошовому потоці протягом заданого періоду при мінімальній вартості його залучення. Водночас, оптимальний розподіл грошових потоків між

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

видами діяльності та напрямками використання має обумовити максимальний економічний ефект розвитку підприємства, збереження цільового рівня фінансової стійкості і мінімізацію втрати вартості грошових коштів у процесі їхнього господарського використання. При цьому, максимізація чистого грошового потоку не може стати цільовим орієнтиром управління грошовими потоками, оскільки він не забезпечує певний темп економічного розвитку підприємства.

При максимізації рівня синхронності грошових потоків спостерігається наближення чистого грошового потоку до «нуля». У такому разі, буде забезпечуватися повне використання вхідного грошового потоку і повна забезпеченість грошовими коштами платіжних потреб підприємства. З іншого боку, чистий грошовий потік є інструментом зміни залишку грошових активів підприємства. Для забезпечення максимізації ефективності оптимізації грошових потоків завдання фінансового менеджера полягає у дотриманні залишку грошових активів на кінець планового періоду на нормативному рівні страхового запасу, тобто у забезпеченні такого співвідношення вхідного та вихідного грошових потоків, за якого цільовий нормативний залишок грошових активів на кінець планового періоду дорівнюватиме сумі залишку грошових активів на початку періоду і чистого грошового потоку протягом досліджуваного періоду. Вхідний обсяг чистого грошового потоку обумовлює збільшення, а вихідний чистий грошовий потік – зменшення обсягу залишку грошових активів підприємства. Таким чином, через управління обсягом чистого грошового потоку забезпечується управління залишком грошових активів і, у свою чергу, цільовий чистий грошовий потік має дорівнювати обсягу зміни нормативного страхового залишку грошових активів підприємства протягом досліджуваного періоду:

$$\text{ЧГПп} = \text{Зга кп} - \text{Зга пп}, \quad (16.1)$$

де ЧГПп – цільовий (плановий) чистий грошовий потік;

Зга пп – залишок грошових активів на початку періоду;

Зга кп – цільовий залишок грошових активів на кінець періоду.

Отже, цей напрям управління грошовими потоками забезпечує дотримання залишку грошових активів на оптимальному рівні, що дає підстави визначити окремим цільовим напрямом оптимізації грошових потоків підприємства забезпечення цільового чистого грошового потоку підприємства (що виражається через спрямування обсягу чистого грошового потоку до суми цільової зміни залишку грошових активів підприємства).

16.2. Сутність та методи збалансування грошових потоків підприємства

Збалансування обсягів грошових потоків спрямоване на забезпечення відповідності між обсягами позитивного та від'ємного грошових потоків, оскільки негативний вплив на результати господарської діяльності здійснюють і дефіцитний, і надлишковий грошові потоки.

Дефіцитний грошовий потік породжує дефіцит грошових коштів на підприємстві, що призводить до падіння рівня платоспроможності, погіршення рівня фінансової стійкості, викликає загрозу банкрутства підприємства. *Негативні наслідки дефіцитного грошового потоку* проявляються у:

- затримці оплати праці персоналу підприємства, що негативно позначається на рівні продуктивності праці, психологічному кліматі на підприємстві;
- невчасному та (або) неповному виконанні обов'язкових платежів до бюджету, що викликає застосування штрафних санкцій до підприємства і, як наслідок, виникнення додаткового вихідного грошового потоку;
- невчасному виконанні зобов'язань перед постачальниками, зростанні обсягів кредиторської заборгованості, що негативно позначається на господарських зв'язках підприємства, призводить до втрати постачальників чи подорожчання комерційного кредиту у перспективі, погіршення ділового іміджу підприємства;
- невчасному виконанні зобов'язань по фінансових зобов'язаннях, що призводить до падіння рівня кредитного рейтингу підприємства і, як наслідок, підвищення вартості фінансового кредиту у перспективі, погіршення умов його надання підприємству;
- збільшенні довжини операційного і фінансового циклу внаслідок перебоїв у постачанні матеріальних ресурсів;
- невчасній виплаті (або взагалі невиплаті) дивідендів акціонерам, що може негативно позначатися на ринковій ціні акцій підприємства.

Надлишковий грошовий потік сприяє зростанню запасів грошових коштів, їх відволіканню з господарського обороту, що призводить до падіння рівня рентабельності активів та власного капіталу підприємства. Негативними проявами надлишкового грошового потоку є:

- втрата реальної вартості тимчасово вільних грошових коштів внаслідок інфляції;

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

- втрата потенційного доходу у результаті відволікання тимчасово вільних грошових коштів з господарського обороту, відмови від фінансового інвестування.

Збалансування грошових потоків проводиться у довгостроковому періоді. До методичного інструментарію збалансування грошових потоків належать:

- *балансовий метод*, який ґрунтується на балансовій моделі грошових коштів і дозволяє урівноважувати позитивний, від'ємний грошові потоки та запаси грошових коштів;

- *метод техніко-економічних розрахунків*, котрий передбачає врахування у процесі оптимізації грошових потоків таких параметрів як ціни, обсяги виробництва і реалізації, норми витрат на виробництво, строки платежів;

- *методи моделювання*, які дозволяють здійснювати пошук оптимальної з точки зору збалансованості моделі руху грошових коштів шляхом розгляду різноманітних варіантів залучення та витрачання грошових коштів;

- *логістичний підхід*, а саме застосування діаграми Гантта, яка дозволяє у графічному режимі розглядати грошові потоки за періодами здійснення, виявляти дефіцит чи надлишок грошових коштів, вчасно коригувати певні умови їхнього надходження та витрачання з метою збалансування.

Методи збалансування дефіцитного грошового потоку передбачають реалізацію заходів щодо уникнення дефіциту грошових коштів (при дефіцитному грошовому потоці) та втрати їхньої вартості (при надлишковому грошовому потоці) (рис. 16.4).

Зростання обсягу позитивного грошового потоку може бути досягнуте за рахунок системи заходів, які можна поділити на дві групи:

1. *Пошук зовнішніх джерел залучення коштів* на довгостроковій основі, що дозволяє збільшити позитивний грошовий потік від *фінансової діяльності*:

- залучення стратегічних інвесторів з метою зростання обсягу власного капіталу;
- додаткова емісія акцій;
- залучення довгострокових фінансових кредитів.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ



Рис. 16.4. Методи збалансування грошових потоків підприємства

2. Пошук внутрішніх резервів зростання позитивного грошового потоку:

➡ від інвестиційної діяльності:

- продаж частини або всього обсягу фінансових інструментів інвестування;
- продаж частини основних засобів, що не використовуються у процесі господарської діяльності;

➡ від операційної діяльності:

- здача частини основних засобів в оренду;
- удосконалення цінової та асортиментної політики з метою зростання виручки від реалізації продукції, підвищення рівня доходності операційної діяльності;
- удосконалення політики управління дебіторською заборгованістю з метою скорочення довжини операційного циклу підприємства, забезпечення повного та своєчасного погашення боргів покупцями.

Зменшення обсягу від'ємного грошового потоку може бути досягнуте за рахунок наступних заходів:

➡ у сфері операційної діяльності:

- зниження суми постійних витрат;
- зниження рівня змінних витрат;
- здійснення ефективної податкової політики, що забезпечує зниження рівня податкових виплат;

■ у сфері інвестиційної діяльності:

- скорочення обсягу і складу реальних інвестиційних програм;
- скорочення або відмови від фінансового інвестування;
- заміни придбання довгострокових активів, що потребують оновлення, на їх оренду (лізинг);

■ у сфері фінансової діяльності:

- реструктуризація боргових зобов'язань;
- відмова від сплати дивідендів.

Методи збалансування надлишкового грошового потоку спрямовані на підвищення рівня ефективності господарської діяльності підприємства у перспективному та поточному періоді. У системі таких методів можна виділити:

1. Методи, спрямовані на підвищення інвестиційної активності підприємства, які призводять до зростання вихідного грошового потоку від інвестиційної діяльності та розширення ресурсного потенціалу підприємства у майбутньому, появи додаткових джерел отримання доходу:

- збільшення масштабів розширеного відтворення операційних необоротних активів підприємства;
- прискорення періоду розробки реальних інвестиційних проєктів та початку їхньої реалізації;
- активне формування портфеля фінансових інвестицій.

2. Методи, спрямовані на підвищення кредитного рейтингу підприємства та ділової репутації серед акціонерів, які призводять до підвищення вихідного грошового потоку з фінансової діяльності:

- дострокове погашення довгострокових фінансових кредитів;
- зростання обсягів дивідендних виплат.

3. Методи, спрямовані на розширення операційної діяльності, які призводять до зростання вихідного і зменшення вхідного грошових потоків. Ефективна реалізація цих методів призводить до розширення частки ринку підприємства, підвищення рівня конкурентоздатності, ефективності операційної діяльності:

- проведення агресивної цінової політики;
- проведення агресивної маркетингової політики, спрямованої на просування товару на ринок;
- відкриття філій, представництв, що спричиняє появу додаткових поточних операційних витрат;
- розробка, виробництво та просування нового продукту.

16.3. Сутність та методи вирівнювання і синхронізації грошових потоків підприємства

Вирівнювання грошових потоків здійснюється з метою підвищення рівня рівномірності позитивного та від'ємного грошових потоків. Вирівнювання грошових потоків спрямоване на згладжування їхніх обсягів у розрізі окремих інтервалів досліджуваного періоду, що дозволяє ліквідувати певним чином сезонні та циклічні відмінності у формуванні позитивного і від'ємного грошового потоку. Проведення вирівнювання грошових потоків дозволяє оптимізувати середній запас грошових коштів. У процесі вирівнювання грошових потоків застосовують метод техніко-економічних розрахунків, метод середньої плинної.

Для оцінки результатів вирівнювання грошових потоків застосовується стандартне відхилення позитивного грошового потоку і стандартне відхилення від'ємного грошового потоку, значення яких має прямувати до нуля.

Синхронізація грошових потоків у часі спрямована на забезпечення узгодженості позитивного та від'ємного грошових потоків у часі з метою підтримання необхідного рівня платоспроможності і зменшення резервного запасу грошових коштів. Об'єктом синхронізації є передбачувані вхідні та вихідні грошові потоки, які піддаються зміні у часі. У процесі синхронізації грошових потоків реалізуються заходи щодо підвищення близькості кореляційного зв'язку між позитивним та від'ємним грошовими потоками.

Негативними наслідками несинхронних грошових потоків є:

- необхідність утримання додаткових запасів грошових коштів, тобто відволікання їх з обороту, що призводить до падіння рівня рентабельності господарської діяльності;
- систематичне порушення платіжної дисципліни підприємством у короткостроковому періоді, що підриває діловий імідж підприємства, може призводити до появи додаткових непередбачуваних витрат (штрафи, пені).

Методичним інструментарієм синхронізації грошових потоків є:

- *метод техніко-економічних розрахунків*, який передбачає розрахунок суми і визначення строків окремих платежів та їх узгодження у часі методом підбору;
- *метод кореляційного аналізу*, котрий дозволяє досліджувати неповну (вірогідностну) залежність між позитивним і від'ємним грошовими потоками, відносний рівень залежності надходження та

видатків грошових коштів від певних показників операційної, фінансової й інвестиційної діяльності і враховувати ці залежності у процесі узгодження грошових потоків у часі;

- *метод сценаріїв*, який дозволяє оцінювати одночасний вплив декількох параметрів на рівень синхронності грошових потоків та обирати найкращі регулюючі дії;

- *метод імітаційного моделювання (метод Монте-Карло)*, який ґрунтується на застосуванні імітаційних моделей, що дозволяють створити багато сценаріїв розподілу надходжень і видатків грошових коштів у часі і найбільш повно відображають усю низку невизначеностей, які супроводжують рух грошових коштів підприємства;

- *математичні методи* (метод експоненціального згладжування, Байєсівський метод), застосування котрих доцільне при регулюванні та оптимізації надходжень грошових коштів від дебіторів підприємства. Ці методи дозволяють з найбільшою правдоподібністю зробити переоцінку середнього значення затримки платежів від покупців, визначати ймовірнісний розподіл середнього значення затримки платежів, що дозволяє здійснювати пошук оптимального варіанту розподілу грошових потоків у часі при різних умовах погашення дебіторської заборгованості;

- *логістичний підхід*, за допомогою якого можна у графічному режимі (шляхом застосування діаграми Гантта) здійснювати оптимальний пошук розподілу позитивних і від'ємних грошових потоків у часі з метою їх синхронізації.

У процесі синхронізації грошових потоків широкого розповсюдження набула «Система прискорення – уповільнення платіжного обороту». Сутність цієї системи полягає у розробці заходів, які дозволяють прискорити надходження грошових коштів та уповільнити їх видатки, що дозволяє синхронізувати позитивний і від'ємний грошові потоки у часі (рис. 16.5).

Прискорення надходження грошових коштів у короткостроковому періоді досягається за рахунок використання наступних заходів.

1. Банківське накопичення. Цей інструмент оптимізації грошових потоків забезпечує прискорення грошових потоків шляхом організації оперативних центрів інкасації грошей. Це дозволяє скоротити проміжки часу між моментом, коли покупець відправляє платіж, і моментом, коли підприємство використовує ці грошові кошти. Застосовується у зарубіжній практиці великими компаніями, які мають комерційні зв'язки з фірмами декількох географічних регіонів.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

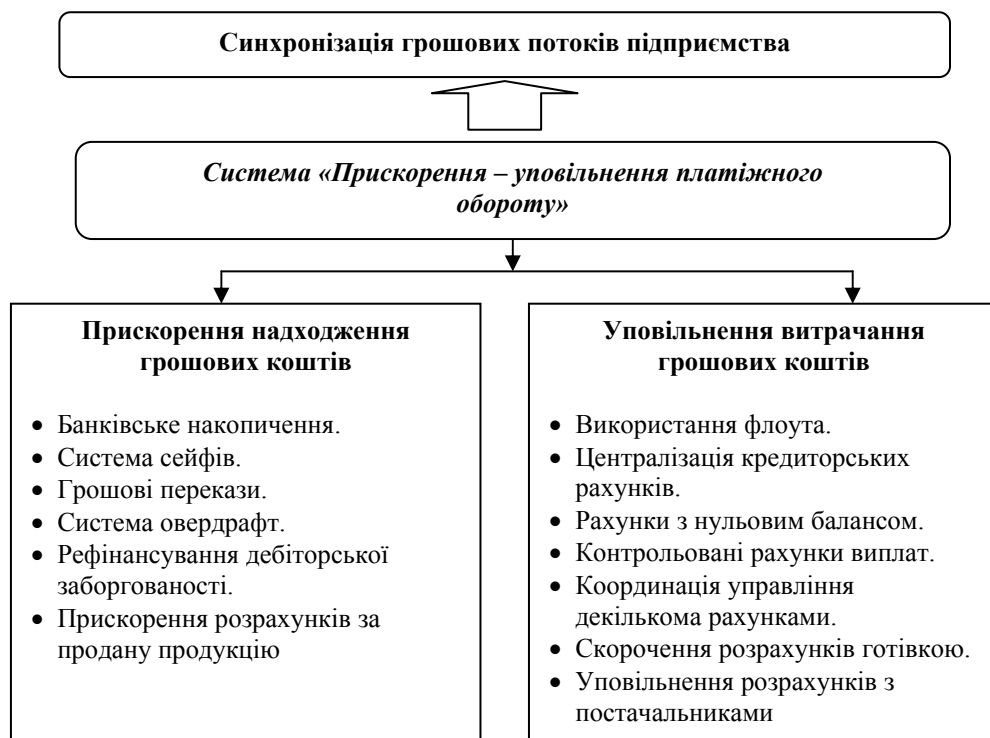


Рис. 16.5. Методи синхронізації грошових потоків

Банківське накопичення проводиться за наступною схемою:

– створюються інкасаційні центри у різних географічних регіонах для прийому платежів;

– при надходженні платежі розміщуються у місцевий банк інкасаційного центру, окрім визначеного надлишку грошових коштів. Останній переводиться по телеграфу у накопичувальний банк, в якому компанія має головний рахунок – як правило, рахунок витрат.

Переваги такої системи полягають у наступному:

- скорочується час, необхідний для пересилання, оскільки інкасаційні центри виставляють рахунки покупцям у своєму регіоні, що скорочує процес отримання цих рахунків. У свою чергу, коли покупці сплачують рахунки, час пересилання до найближчого інкасаційного центру менший, ніж час, необхідний для звичайного переказу до головного управління;

• скорочується час, необхідний для інкасації чеків, бо перекази, що розміщуються у місцеві банки інкасаційного центру, зазвичай виписані на банки цього регіону.

2. Система сейфів (план закритої скрині, «lockbox»).

Мета системи сейфів – усунути проміжки часу між отриманням компанією надходжень та зарахуванням їх на банківські депозитні рахунки. Система сейфів, зазвичай, діє на регіональній основі. Цей інструмент може дозволити собі використовувати лише велика компанія, що веде свою діяльність у багатьох регіонах, оскільки його запровадження пов'язане зі значним обсягом витрат.

Застосування системи сейфів передбачає наступну схему:

- 1) виявляються регіони, котрі увійдуть у систему, вивчається наявність чеків, які можна було б розмістити на депозити при різноманітних програмах;
- 2) у головних містах регіонів, визнаних доцільними, компанія орендує абонентську скриню і визначає банк, який буде акумулювати перекази у сейф;
- 3) банк забирає пошту раз на день і розміщує чеки на рахунках компанії. Чеки реєструються й зараховуються для інкасації;
- 4) компанія отримує повідомлення про внесок депозиту з платіжною відомістю та іншими необхідними документами.

Система «lockbox» (закритих скринь) зменшує час, необхідний фірмі для того, щоб отримати чеки, які надходять, розмістити їх у банку та зарахувати через банківську систему, а тому зменшує і необхідний час для отримання доступу до використання фондів. Причина такого зменшення часу полягає в тому, що зменшується час на поштову пересилку та збирання чеків, якщо «lockbox» розміщена у географічній зоні споживача. При користуванні «lockbox» доступ до фондів часто відбувається на 2–5 днів раніше, ніж при користуванні «звичайною системою».

Головний недолік організації системи сейфів – це витрати. Система сейфів, як правило, нерентабельна, якщо середня сума переказів незначна, оскільки витрати на оренду сейфів та організацію роботи з регіонами перевищують доходи від скорочення часу обробки чеків на їх зарахування на основний рахунок.

3. Грошові перекази – (телеграфні, чеково-депозитні, електронні).

Використовуються у якості інструменту прискорення руху грошових коштів в умовах тотального розповсюдження чекової форми розрахунків.

Підприємство може використовувати різні методи переказу готівки залежно від характеру його діяльності та фінансових можливостей:

- телеграфний переказ – найдорожчий і найшвидший; грошові кошти одразу надходять у розпорядження отримувача;

- чеково-депозитний переказ – засіб переказу грошей з одного банку в інший за допомогою чеків. Грошові кошти не одразу доступні для отримувача, оскільки чек має бути інкасований по звичайних каналах;

- електронний чек – різновид депозитного чеку, що обробляється в автоматичних клірингових палатах. Кошти поступають із затримкою на один робочий день.

4. Система овердрафт. Овердрафт – це короткостроковий бланковий кредит, який надається для покриття дебетового сальдо на поточному рахунку постійним клієнтам, що мають стабільні обороти по рахунку та перевірений авторитет у банку. Овердрафт надається для сплати по платіжних документах на суму, яка перевищує залишок грошових коштів на рахунку клієнта. При застосуванні овердрафту фірма-депозитор виписує чек на надлишок її фактичного балансу і банк автоматично продовжує позики для покриття цієї нестачі.

Надання овердрафту, його терміни та умови (відсоткова ставка) фіксуються за домовленістю сторін у договорі про надання цього виду послуг.

Наявність овердрафту дозволяє клієнту подолати тимчасові труднощі з грошовими коштами. Він надає можливість оплачувати борги, коли настає їх строк, протягом періодів, у які витрати тимчасово перевищують надходження.

Овердрафт інколи називають кредитом під оборотні активи або одноденним кредитом. Якщо витрати клієнта постійно перевищують доходи, овердрафт не є рішенням проблеми. Для банку було б нерозумно погоджуватися на кредит у такому випадку, оскільки сума боргу буде зростати з кожним місяцем без будь-якої перспективи на погашення.

Термінове ж кредитування (на 1–3 дні) вигідно і клієнту, і банку, оскільки для останнього є ефективним інструментом розміщення платіжних резервів.

Овердрафт обмежується певним розміром – лімітом. Як правило, ліміт по овердрафту визначається потребами клієнта, але він не повинен перевищувати суму, яка, на думку банку, може бути повернена з урахуванням обсягу грошових надходжень, що склалися або очікуються. Для обґрунтування ліміту овердрафту банківська установа проводить аналіз грошового обороту підприємства, вивчає реальність плану руху грошових коштів на поточний період.

Строк дії договору овердрафту може встановлюватися від декількох місяців до ряду років. Деякі кредити розтягуються на роки, хоча банк перевіряє позицію клієнта обов'язково раз на рік (а інколи і частіше) при виникненні сумніву щодо фінансової стабільності клієнта.

Відсотки розраховуються щоденно на суму перевищення залишку коштів на рахунку. Саме тому овердрафт є однією із самих дешевих форм залучення коштів, оскільки клієнт сплачує відсотки лише по тій сумі коштів, які він взяв у борг і використовував.

5. Використання сучасних форм рефінансування дебіторської заборгованості. Під рефінансуванням дебіторської заборгованості розуміють її прискорене переведення в інші форми оборотних активів: грошові кошти та короткострокові цінні папери. Основними формами рефінансування дебіторської заборгованості є факторинг, облік векселів та форфейтинг.

6. Прискорення розрахунків за продану продукцію, що досягається шляхом:

- посилення контролю за станом розрахунків з покупцями по прострочених чи відстрочених платежах;
- проведення систематичного аналізу дебіторської заборгованості по окремих дебіторах з метою виявлення постійних недобросовісних боржників;
- орієнтація на збільшення числа дебіторів для зменшення ризику непогашення заборгованості одним чи декількома крупними дебіторами;
- збільшення розміру цінових дисконтів за готівковий розрахунок по реалізованій продукції;
- скорочення строків надання товарного (комерційного) кредиту покупцям продукції (товарів, робіт, послуг);
- забезпечення отримання часткової або повної попередньої оплати за вироблену продукцію, що користується підвищеним попитом на ринку.

Уповільнення витрачання грошових коштів у короткостроковому періоді досягається за рахунок використання наступних заходів.

1. Використання флоуту. Цей інструмент максимізації вільних грошових коштів передбачає проведення платежів шляхом флоута.

Флоут представляє собою грошові кошти, на які виписані чеки на користь підприємства, але які ще не інкасовані банком. Тобто це гроші «у дорозі».

Ідея використання флоуту полягає у першочерговому використанні коштів флоуту для проведення поточних платежів. Це дозволяє не здійснювати продаж ринкових цінних паперів або використовувати овердрафт при наявності коштів «у дорозі».

Використання цього методу потребує щоденної інформації по залишках, що інкасуються, для прийняття оперативних рішень стосовно джерел коштів для поточних платежів.

Надлишкові кошти основного рахунку, при їх наявності, оперативно інвестуються у ринкові цінні папери, що дозволяє отримувати додатковий інвестиційний дохід.

2. Централізація кредиторських рахунків використовується з метою контролювання грошових витрат фірми з одного центру. Дозволяє оцінювати увесь обсяг неспланираних рахунків, ранжувати їх по швидкості оплати, планувати потребу у грошових надходженнях, оперативно мобілізувати джерела покриття потреб (виключно у межах її обсягу).

3. Рахунки з нульовим балансом (ZBA).

Передбачається виписка чеків на оперативний рахунок з обліку витрат, на якому підтримується нульовий баланс. Як тільки чеки представлені до рахунку з нульовим балансом ZBA, фонди автоматично перераховуються з основного (master) рахунку. Якщо майстер-рахунок стає негативним, він поповнюється за рахунок кредитної лінії, або запозичення на ринку комерційних цінних паперів, або за рахунок продажу казначейських векселів з портфеля ліквідних цінних паперів. Рахунки з нульовим балансом спрощують контроль за витратами та за готівкою у касі, тобто, зменшують розмір бездіяльної готівки (тієї, що не приносить відсоткового доходу).

4. Контрольовані рахунки витрат. На відміну від рахунків з нульовим балансом, які типово встановлюються у зосереджувальних банках, контрольовані рахунки витрат можуть бути встановлені у будь-якому банку. Фактично контрольовані рахунки витрат первісно використовувалися у відносно невеликих банках, тому ця техніка була названа *незначними витратами*.

Схема використання цього інструменту полягає у наступному: контрольовані рахунки витрат не фіксуються доти, поки усі денні чеки не будуть переведені до рахунку. Ключем до контрольованих витрат є здатність банку мати рахунок, на якому відображається загальна сума отриманих чеків для зарахування до 14-ї години. Це раннє повідомлення дає фінансовим менеджерам достатньо часу, аби: (1) перевести фонди до контрольованого рахунку витрат, щоб сплатити чеки, представлені до платежу, або (2) інвестувати надлишок готівки у полудень, коли торгівля на грошовому ринку досягає свого піку.

5. Координація управління декількома банківськими рахунками.

Суттєвою проблемою підприємств, що мають декілька банківських рахунків, є координація залишків та оборотів по кожному з них.

Метою цього є запобігання ситуацій з нестачі коштів на одному з рахунків при наявності надлишку на інших.

Вивчення проблеми координації банківських рахунків обумовлює наступні рекомендації, що пропонуються у західній літературі.

5.1. Використання єдиного рахунку в одному банку – найрадикальніше рішення, але з різних причин це іноді неможливо зробити. Так, обмежити себе єдиним джерелом кредиту – значить цілком поставити себе у залежність від одного банку, тому, природно, що підприємства віддають перевагу співробітництву з декількома банками. Необхідно тільки, аби їхня кількість була обґрунтована, тож підприємства намагаються її змінити, полегшуючи цим координацію і контроль використання грошових коштів.

5.2. Використання декількох рахунків при умові дотримання наступних правил:

а) формувати кожного моменту часу по можливості сальдо поточних рахунків або дебетових, або кредитних. В іншому випадку відсотки будуть нараховані на дебетове сальдо рахунків від користі;

б) забезпечити однакову зміну сальдо рахунків кожного дня, тобто щоб сума і знак (+ або -) співпадали. Це дозволить запобігти сплати комісійних у випадку максимально незабезпеченого кредиту.

5.3. Проведення умовного об'єднання декількох рахунків підприємства, що знаходяться в одному банку (у різних регіональних відділеннях або філіях). Таке об'єднання здійснюється за домовленістю з банком. При цьому вартість послуг банку по наданню кредитів розраховується по загальному (об'єднаному) сальдо рахунків підприємства.

6. Скорочення розрахунків з контрагентами готівкою, оскільки готівкові грошові розрахунки збільшують залишок грошових коштів підприємства і скорочують період використання власних грошових коштів на період проходження платіжних документів постачальників.

7. Уповільнення розрахунків з постачальниками (без порушення термінів платежу), яке досягається шляхом:

- збільшення по домовленості з постачальниками строків надання підприємству товарного кредиту;
- збільшення частки розрахунків з постачальниками у кредит.

Результати синхронізації грошових потоків вимірюються за допомогою коефіцієнта кореляції позитивного та від'ємного грошових потоків, значення якого має наближатися до «+1».

Результати оптимізації грошових потоків підприємства знаходять своє відображення у системі планів формування та використання грошових коштів.

Глава 17

ПЛАНУВАННЯ ГРОШОВИХ ПОТОКІВ ПІДПРИЄМСТВА

17.1. Сутність і порядок розробки плану надходження та витрачання грошових коштів

План надходження та витрачання грошових коштів – це вид поточного плану підприємства, у якому відображаються результати зведеного планування грошових потоків у середньостроковому періоді.

Основною метою розробки плану надходження та витрачання грошових коштів є прогнозування у часі валового й чистого грошових потоків підприємства у розрізі окремих видів його господарської діяльності і забезпечення постійної платоспроможності на усіх етапах планового періоду.

У цьому плані має бути забезпечений чіткий взаємозв'язок показників залишку грошових коштів на початок періоду, їхнє надходження й витрачання у плановому періоді та залишку грошових коштів на кінець планового періоду.

План надходження й використання грошових коштів розробляється на підприємстві у наступній послідовності:

1) прогнозування надходження та витрачання грошових коштів з операційної діяльності;

2) обґрунтування планових показників руху грошових коштів з інвестиційної діяльності;

3) розрахунок планових показників надходження та витрачання грошових коштів з фінансової діяльності;

4) прогнозування валового позитивного, від'ємного та чистого грошових потоків.

I. Прогнозування надходження і витрачання грошових коштів з операційної діяльності підприємства здійснюється двома основними способами:

1) виходячи з планованого обсягу реалізації продукції;

2) виходячи з планованої цільової суми чистого прибутку.

1. При прогнозуванні надходження і витрачання грошових коштів з операційної діяльності, виходячи з планованого обсягу реалізації продукції, розрахунок окремих показників плану здійснюється у наступній послідовності.

1. Визначення планового обсягу реалізації продукції базується на розробленій виробничій програмі (плані виробництва продукції), що враховує потенціал відповідного товарного ринку. Такий підхід дозволяє пов'язувати плановий обсяг реалізації продукції з ресурсним потенціалом підприємства і рівнем його використання, а також ємністю відповідного товарного ринку. Базовим показником розрахунку планової суми реалізації продукції виступає у цьому випадку планований обсяг виробництва товарної продукції.

Модель розрахунку планового обсягу реалізації продукції має такий вигляд:

$$OP_{\text{п}} = ЗГП_{\text{п}} + ВГП - ЗГП_{\text{к}}, \quad (17.1)$$

де $OP_{\text{п}}$ – плановий обсяг реалізації продукції у досліджуваному періоді (місяці);

$ЗГП_{\text{п}}$ – сума запасів готової продукції на початок планованого періоду;

$ВГП$ – сумарний обсяг виробництва готової товарної продукції у розглянутому плановому періоді;

$ЗГП_{\text{к}}$ – сума запасів готової продукції на кінець розглянутого періоду.

Плановий обсяг реалізації продукції диференціюється у розрізі реалізації за готівковий розрахунок і з наданням товарного (комерційного) кредиту з урахуванням сформованої господарської практики.

2. *Розрахунок планового коефіцієнта інкасації дебіторської заборгованості* здійснюється, виходячи з фактичного його рівня у звітному періоді з урахуванням запланованих заходів щодо зміни політики надання товарного (комерційного) кредиту.

3. *Розрахунок планової суми надходження грошових коштів від реалізації продукції* здійснюється за наступною формулою:

$$\text{ПНГп} = \text{ОРпг} + (\text{ОРпк} \cdot \text{КІ}) + \text{НЗпі}, \quad (17.2)$$

де ПНГп – планова сума надходження грошових коштів від реалізації продукції;

ОРпг – плановий обсяг реалізації продукції за готівковий розрахунок;

ОРпк – обсяг реалізації продукції у кредит в поточному періоді;

КІ – коефіцієнт поточної інкасації дебіторської заборгованості, виражений десятковим дробом;

НЗпі – сума раніше неінкасованого залишку дебіторської заборгованості (підлягає інкасації у плановому порядку).

Розрахований показник планової суми надходження грошових коштів від реалізації продукції характеризує планований обсяг позитивного грошового потоку підприємства по операційній діяльності.

4. *Визначення планової суми операційних витрат по виробництву і реалізації продукції* є одним з найбільш трудомістких етапів прогнозування грошових потоків підприємства. У його основі лежить калькулювання собівартості окремих видів продукції (виробничої та повної). До складу планової собівартості конкретного виду продукції включаються усі прямі і непрямі витрати на її виробництво та реалізацію. У найбільш загальному вигляді планова сума сукупних операційних витрат підприємства може бути представлена наступним розрахунковим алгоритмом:

$$\text{ОВп} = \sum_{i=1}^n (\text{ПВпі} + \text{ЗВВпі}) \cdot \text{ОВпі} + \sum_{i=1}^n \text{ВРпі} \cdot \text{ОРпі} + \text{ЗГВп}, \quad (17.3)$$

де ОЗп – планова сума операційних витрат по виробництву і реалізації продукції;

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

- ПВпі – планова сума прямих витрат на виробництво одиниці продукції;
ЗВВпі – планова сума загальновиробничих (непрямих) витрат на виробництво одиниці продукції;
ОВпі – планований обсяг виробництва конкретних видів продукції у натуральному вираженні;
ЗРпі – планова сума витрат на реалізацію одиниці продукції;
ОРпі – планований обсяг реалізації конкретних видів продукції у натуральному вираженні;
ЗГВп – планова сума загальногосподарських витрат підприємства (адміністративно-управлінських витрат по підприємству у цілому).

5. Розрахунок планової суми податкових платежів, які сплачуються за рахунок доходу (що входять у ціну продукції), здійснюється, виходячи з планованого обсягу реалізації окремих видів продукції і відповідних ставок податку на додану вартість, акцизного збору та інших аналогічних податків.

6. Розрахунок планової суми прибутку підприємства від операційної діяльності здійснюється за такою формулою:

$$ВПп = РПп - ОВп - ППд, \quad (17.4)$$

- де ВПп – планова сума прибутку підприємства по операційній діяльності у розглянутому періоді;
РПп – плановий обсяг реалізації продукції;
ОВп – планова сума операційних витрат по виробництву та реалізації продукції;
ППд – планова сума податкових платежів, що сплачуються за рахунок доходу (які входять у ціну продукції).

7. Розрахунок планової суми податків, що сплачуються за рахунок прибутку, здійснюється за наступною формулою:

$$ППп = \frac{ВПп \cdot СПп}{100} + Пп, \quad (17.5)$$

- де ППп – планова сума податків, що сплачуються за рахунок прибутку;
ВПп – планова сума прибутку підприємства від операційної діяльності;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

СПп – ставка податку на прибуток, у відсотках;

Пп – сума інших податків і зборів, що сплачуються за рахунок прибутку.

8. Розрахунок планової суми чистого прибутку підприємства від операційної діяльності здійснюється за формулою:

$$\text{ЧПп} = \text{ВПп} - \text{ППп}, \quad (17.6)$$

де ЧПп – планова сума чистого прибутку підприємства по операційній діяльності;

ВПп – планова сума прибутку підприємства від операційної діяльності;

ППп – планова сума податків, що сплачуються за рахунок прибутку.

9. Розрахунок планової суми витрачання грошових коштів з операційної діяльності здійснюється за такою формулою:

$$\text{ВГЗп} = \text{ОВп} + \text{ППд} + \text{ППп} - \text{Ап}, \quad (17.7)$$

де ВГЗп – планова сума витрачання грошових коштів від операційної діяльності;

ОВп – планова сума операційних витрат по виробництву та реалізації продукції;

ППд – планова сума податків і зборів, що сплачуються за рахунок доходу (які входять у ціну продукції);

ППп – планова сума податків, що сплачуються за рахунок прибутку;

Ап – планова сума амортизаційних відрахувань від основних засобів і нематеріальних активів.

Розрахований показник планової суми витрачання грошових коштів характеризує планований обсяг вихідного грошового потоку підприємства від операційної діяльності.

10. Розрахунок планової суми чистого грошового потоку здійснюється наступним чином:

$$\text{ЧГПп} = \text{ВхГПп} - \text{ВГПп}, \quad (17.8)$$

де ЧГПп – планова сума чистого грошового потоку підприємства у розглянутому періоді;

ВхГПп – планова сума надходження грошових коштів від реалізації продукції;

ВГПп – планова сума витрачання грошових коштів від операційної діяльності.

2. При прогнозуванні надходження й витрачання грошових коштів від операційної діяльності, виходячи з планованої цільової суми чистого прибутку, розрахунок окремих показників плану здійснюється у наступній послідовності.

1. Визначення планової цільової суми чистого прибутку підприємства є найбільш складним етапом у системі прогнозних розрахунків грошових потоків. Цільова сума чистого прибутку – планова потреба у фінансових ресурсах, які формуються за рахунок цього джерела, що забезпечує реалізацію цілей розвитку підприємства у майбутньому періоді. Розрахунок цільової суми чистого прибутку підприємства ведеться у розрізі окремих елементів майбутньої потреби.

Результати прогнозних розрахунків цільової суми чистого прибутку підприємства у розрізі перерахованих елементів дозволяють не тільки сформувати вихідну базу планування його грошових потоків, а й визначити внутрішні пропорції майбутнього її використання.

2. Розрахунок планової цільової суми прибутку підприємства від операційної діяльності здійснюється за такою формулою:

$$ВП_{ц} = \frac{ЧП_{ц}}{1 - СП_{п}}, \quad (17.9)$$

де $ВП_{ц}$ – цільова сума прибутку підприємства від операційної діяльності;

$ЧП_{ц}$ – цільова сума чистого прибутку підприємства;

$СП_{п}$ – зведена ставка податку на прибуток та інших податків, що сплачуються за рахунок прибутку, виражена десятковим дробом.

3. Розрахунок планової суми податків, що сплачуються за рахунок прибутку, здійснюється за формулою:

$$ПП_{п} = ВП_{ц} - ЧП_{ц}, \quad (17.10)$$

де $ПП_{п}$ – планова сума податків, що сплачуються за рахунок прибутку;

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

ВПц – цільова сума прибутку підприємства від операційної діяльності;

ЧПц – цільова сума чистого прибутку підприємства.

4. *Визначення планової суми операційних витрат по виробництву і реалізації продукції.* При цьому методі прогнозування має узагальнений характер, оскільки передбачає, що виробнича програма під цільову суму прибутку ще не сформована. Спрощений алгоритм здійснення таких розрахунків має наступний вигляд:

$$ОВп = ОВпост + ОВзм \cdot \left(\frac{ВПц}{ВПф} \right), \quad (17.11)$$

де ОВп – планова сума операційних витрат по виробництву та реалізації продукції в аналізованому періоді;

ОВпост – фактична сума постійних операційних витрат в аналогічному попередньому періоді;

ОВзм – фактична сума змінних операційних витрат в аналогічному попередньому періоді;

ВПц – планова цільова сума операційного прибутку підприємства;

ВПф – фактична сума операційного прибутку підприємства в аналогічному попередньому періоді.

У складі планових операційних витрат окремою позицією відображається сума амортизаційних відрахувань.

5. *Розрахунок планової суми надходження грошових коштів від реалізації продукції* здійснюється за наступною формулою:

$$ВхГПп = \frac{ВОПц + ОВ}{1 - СПд}, \quad (17.12)$$

де ВхГПп – планова сума надходження грошових коштів від реалізації продукції в аналізованому періоді;

ВОПц – планова цільова сума операційного прибутку підприємства;

ОВ – планова сума операційних витрат по виробництву та реалізації продукції в аналізованому періоді;

СПд – зведена ставка податку на додану вартість та інших податків і зборів, що сплачуються за рахунок доходів, виражена десятковим дробом.

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

6. Розрахунок планової суми податкових платежів, що сплачуються за рахунок доходу (які входять у ціну продукції), проводиться за такою формулою:

$$\text{ППд} = \text{ВхГПп} - \text{ОВп} - \text{ВПц}, \quad (17.13)$$

де ППд – планова сума податків і зборів, що сплачуються за рахунок доходу (які входять у ціну продукції);
ВхГПп – планова сума надходження грошових коштів від реалізації продукції;
ОВп – планова сума операційних витрат по виробництву та реалізації продукції;
ВПц – планова цільова сума операційного прибутку підприємства.

7. Розрахунок планової суми витрачання грошових коштів від операційної діяльності ґрунтується на планових операційних витратах підприємства (за винятком амортизаційних відрахувань) і плановій сумі податків та зборів, що сплачуються за рахунок доходів і прибутку (формула цього розрахунку розглянута раніше).

8. Розрахунок планової суми чистого грошового потоку ґрунтується на раніше розглянутих алгоритмах. Цей показник може бути визначений шляхом підсумовування цільової суми чистого прибутку та амортизаційних відрахувань або як різниця між сумою надходження й витрачання грошових коштів у планованому періоді.

II. Прогнозування показників руху грошових коштів з інвестиційної діяльності здійснюється методом прямих розрахунків, виходячи із:

- 1) суми надходження грошових коштів від запланованого продажу основних засобів та нематеріальних активів, обсяг яких визначається згідно з програмою оновлення операційних необоротних активів;
- 2) запланованих сум дивідендів, відсотків до отримання;
- 3) програми реальних інвестицій, яка характеризує обсяги вкладення грошових коштів в окремі реальні інвестиційні проекти, початок їхнього освоєння;
- 4) портфеля довгострокових фінансових інвестицій, котрий визначає суми інвестицій в окремі фінансові інструменти та період їхнього здійснення.

III. Прогнозування надходження й витрачання грошових коштів з фінансової діяльності здійснюється методом прямого розрахунку на основі потреби підприємства у зовнішньому фінансуванні та витрат по його залученню. Основою для проведення таких розрахунків є:

- 1) запланований обсяг емісії акцій або залучення додаткового пайового капіталу. До плану надходження й витрачання грошових коштів включається лише та частина додаткової емісії акцій, яка може бути реалізована у плановому періоді;
- 2) запланований обсяг залучення різних форм довгострокового та короткострокового кредиту;
- 3) сума очікуваного надходження грошових коштів на засадах цільового безкоштовного фінансування;
- 4) суми основного боргу по фінансових кредитах, що передбачаються до виплати у плановому періоді (визначаються згідно з укладеними кредитними угодами);
- 5) запланований обсяг дивідендних виплат акціонерам (відсотків на пайовий капітал), який визначається згідно з розробленою дивідендною політикою та запланованим обсягом чистого прибутку.

IV. Прогнозування валового позитивного, від'ємного та чистого грошових потоків здійснюється за наступними алгоритмами:

- 1) плановий обсяг валового позитивного грошового потоку є сумою надходжень грошових коштів з операційної, інвестиційної та фінансової діяльності:

$$\text{ВПГП}_{\text{ПЛ}} = \text{ПГП}_{\text{ОДПЛ}} + \text{ПГП}_{\text{ІДПЛ}} + \text{ПГП}_{\text{ФДПЛ}}, \quad (17.14)$$

де $\text{ВПГП}_{\text{ПЛ}}$ – плановий обсяг валового позитивного грошового потоку;

$\text{ПГП}_{\text{ОД (ІД; ФЛ) ПЛ}}$ – плановий обсяг позитивного грошового потоку з операційної (інвестиційної; фінансової) діяльності;

- 2) плановий обсяг валового від'ємного грошового потоку є сумою запланованого витрачання грошових коштів з операційної, інвестиційної та фінансової діяльності:

$$\text{ВВГП}_{\text{ПЛ}} = \text{ВГП}_{\text{ОДПЛ}} + \text{ВГП}_{\text{ІДПЛ}} + \text{ВГП}_{\text{ФДПЛ}}, \quad (17.15)$$

де $\text{ВВГП}_{\text{ПЛ}}$ – плановий обсяг валового від'ємного грошового потоку;

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

$ВГП_{ОД(ІД; ФЛ) ПЛ}$ – плановий обсяг від’ємного грошового потоку з операційної (інвестиційної; фінансової) діяльності;

3) плановий обсяг чистого грошового потоку різницею між плановим валовим позитивним та від’ємним грошовими потоками:

$$\begin{aligned} ЧГП_{ОДПЛ} &= ПГП_{ОДПЛ} - ВГП_{ОДПЛ}, \\ ЧГП_{ІДПЛ} &= ПГП_{ІДПЛ} - ВГП_{ІДПЛ}, \\ ЧГП_{ФДПЛ} &= ПГП_{ФДПЛ} - ВГП_{ФДПЛ}, \\ ЧГП_{ПЛ} &= ВПГП_{ПЛ} - ВВГП_{ПЛ}, \\ \text{або } ЧГП_{ПЛ} &= ЧГП_{ОДПЛ} + ЧГП_{ІДПЛ} + ЧГП_{ФДПЛ}, \end{aligned} \quad (17.16)$$

де $ЧГП_{ПЛ}$ – загальний обсяг запланованого чистого грошового потоку;

$ЧГП_{ОД(ІД; ФД) ПЛ}$ – запланований обсяг чистого грошового потоку з операційної (інвестиційної; фінансової) діяльності.

Запас грошових коштів на кінець планового періоду визначається, виходячи з балансового рівняння грошових коштів:

$$\begin{aligned} ЗГК_{КПЛ} &= ЗГК_{ППЛ} + ВПГП_{ПЛ} - ВВГП_{ПЛ}, \\ \text{або } ЗГК_{КПЛ} &= ЗГК_{ППЛ} + ЧГП_{ПЛ}, \end{aligned} \quad (17.17)$$

де $ЗГК_{КПЛ}$ – запас грошових коштів на кінець планового періоду;

$ЗГК_{ППЛ}$ – запас грошових коштів на початок планового періоду, який є запасом грошових коштів на кінець звітного періоду.

Результати планових розрахунків оформляються у спеціальному документі, побудованому за структурою «Звіту про рух грошових коштів». При необхідності окремі позиції цього звіту у плані надходження та витрачання грошових коштів можуть бути дезагреговані.

Зважаючи на мінливий характер параметрів, що є в основі розрахунку показників плану надходження та витрачання грошових коштів, необхідно забезпечити його багатоваріантність, тобто обґрунтувати план руху грошових коштів за *песимістичним, помірним та оптимістичним* сценаріями.

Аналізуючи фактори, що спричиняють можливі коливання грошових потоків, розробляються заходи, спрямовані на мінімізацію їхнього негативного впливу на стан грошових потоків, та обґрунтовується найбільш вірогідний план руху грошових коштів.

Також підприємство може обґрунтовувати плани руху грошових коштів, що забезпечують беззбиткову діяльність (виходячи з обсягу виробництва та реалізації продукції, що забезпечують досягнення точки беззбитковості) та отримання цільового розміру прибутку (виходячи з обсягу виробництва і реалізації продукції, що забезпечують отримання цільового розміру прибутку).

17.2. Сутність та порядок розробки платіжного календаря

Платіжний календар є оперативним фінансовим планом, що розробляється на місяць і відображає надходження та витрати грошових коштів у процесі здійснення господарської діяльності.

Платіжний календар дозволяє фінансовій службі підприємства забезпечувати оперативне фінансування операційної та інвестиційної діяльності, виконання платіжних зобов'язань перед контрагентами, персоналом і державою, фіксувати поточні зміни у платоспроможності підприємства. Він дозволяє слідкувати за станом власних коштів і можливим залученням позикових коштів.

Об'єктом планування у процесі розробки платіжного календаря є обсяги й строки грошових надходжень і видатків за окремими статтями та запас грошових коштів. Цей рівень планування передбачає ідентифікацію кожного окремого платежу (як вхідного, так і вихідного) за обсягом, часом здійснення та призначенням. У зв'язку з цим, виникає необхідність розробки функціональних мікробюджетів грошових коштів. У системі таких функціональних мікробюджетів сучасна практика фінансового менеджменту виділяє наступні їхні види.

1.3 операційної діяльності:

- 1.1. *Бюджет реалізації продукції*, який відображає надходження грошових коштів від реалізації продукції за готівковий розрахунок.
- 1.2. *Бюджет інкасації дебіторської заборгованості*, котрий відображає обсяги й терміни погашення дебіторської заборгованості у розрізі окремих дебіторів. Включення до цього документа сум простроченої дебіторської заборгованості потребує попереднього узгодження з дебіторами.

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

- 1.3. *Бюджет виплати заробітної плати* передбачає суми й терміни виплати заробітної плати персоналу підприємства.
- 1.4. *Бюджет матеріальних витрат* відображає обсяги і строки закупки виробничих запасів (товарів) у окремих постачальників та графік погашення кредиторської заборгованості.
- 1.5. *Бюджет операційних витрат* відображає суми витрат на ведення операційної діяльності (окрім заробітної плати та матеріальних витрат) і графік їхнього фінансування.
- 1.6. *Податковий календар* містить суми й терміни сплати у розрізі усіх видів податків, що сплачує підприємство.

2. З інвестиційної діяльності:

- 2.1. *Календар формування програми реальних інвестицій (капітальний бюджет)* містить два розділи: «графік капітальних витрат», у якому відображаються витрати на придбання основних засобів, нематеріальних активів, будівництво, і «графік надходження інвестиційних ресурсів», у якому відображені суми й строки надходження грошових коштів з різних джерел на фінансування програми реальних інвестицій.
- 2.2. *Календар формування портфеля фінансових інвестицій* містить два розділи: «графік витрат на придбання довгострокових фінансових інструментів» і «графік надходження дивідендів і відсотків за довгостроковими фінансовими інструментами».

3.3 фінансової діяльності:

- 3.1. *Календар емісії акцій*, який зазвичай містить два розділи: «графік надходження грошових коштів від емісії акцій» і «графік платежів по емісії та розміщенню акцій».
- 3.2. *Календар емісії облігацій* відображає, з одного боку, надходження грошових коштів від продажу облігацій, а з іншого, витрати на проведення емісії та розміщення облігацій.
- 3.3. *Календар обслуговування основної суми боргу* по кредитах відображає суми і строки амортизації основної суми боргу по банківських кредитах.

Функціональні мікробюджети відображають обсяги й періоди здійснення окремих платежів з операційної, інвестиційної і фінансової діяльності та інтегруються в єдиний бюджет грошових коштів (платіжний календар).

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Платіжний календар є ефективним інструментом управління грошовими потоками на підприємстві і дозволяє забезпечити вирішення завдань із:

- розробки реального завдання по формуванню грошових потоків та утриманню запасів грошових коштів у межах одного місяця на базі прогнозного багатоваріантного тактичного плану руху грошових коштів;
- синхронізації вхідних і вихідних грошових потоків з метою підвищення ефективності грошового обороту підприємства;
- встановлення пріоритетності здійснення платежів з метою забезпечення виконання цільових завдань діяльності підприємства у короткостроковому періоді;
- підтримки необхідного рівня ліквідності грошового потоку підприємства, тобто його платоспроможності;
- включення управління грошовими потоками у систему поточного контролінгу.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 6

1. Важливість організації грошового обороту для забезпечення ефективного функціонування підприємства, широке коло проблем, які потребують вирішення у перебігу цієї організації, зумовили виділення у самостійний напрям – управління грошовими потоками, метою якого є забезпечення фінансової рівноваги підприємства та передумов для його стійкого зростання. Головна мета управління грошовими потоками визначає низку завдань, які необхідно вирішити у процесі управління ними, та методичні підходи до його здійснення.
2. Необхідною передумовою побудови ефективної системи управління грошовими потоками є створення на підприємстві адекватної інформаційної системи, яка б у повному обсязі і вчасно надавала інформацію про рух грошових коштів на підприємстві. З цією метою здійснюється ідентифікація обсягу й структури грошових потоків, у процесі якої забезпечується координація функцій і завдань служб бухгалтерського обліку та фінансового менеджменту підприємства. Для ідентифікації грошових потоків застосовується два методи – прямий і непрямий, які відрізняються повнотою представлення даних про грошові потоки підприємства, вихідною інформацією для розробки звітності та іншими параметрами.

3. Важливим етапом розробки політики управління грошовими потоками є їхній аналіз, у процесі якого досліджуються їх обсяг та структура у динаміці, рівень рівномірності, синхронності, збалансованості й ліквідності грошових потоків, ефективність управління ними на підприємстві. Результати аналізу створюють передумови для проведення їхньої оптимізації та планування на майбутній період.
4. Найбільш важливим і складним етапом управління грошовими потоками є їх оптимізація, яка представляє собою процес вибору найкращих форм їхньої організації на підприємстві з урахуванням умов та особливостей здійснення його господарської діяльності і передбачає збалансування, вирівнювання й синхронізацію грошових потоків підприємства.
5. Невід'ємним елементом управління грошовими потоками є процес їхнього планування, який представляє прогнозування у часі валового і чистого грошових потоків підприємства у розрізі окремих видів його господарської діяльності та забезпечення постійної платоспроможності на усіх етапах планового періоду. Система планування грошових потоків є трьохрівневим процесом, який включає підсистеми довгострокового, поточного та оперативного планування, що різняться цілями формування, часовим горизонтом розробки, набором планових показників та методами їхнього обґрунтування.
6. Концентрація усіх видів запланованих грошових потоків підприємства знаходить своє відображення у спеціальному плановому документі – плані надходження та використання грошових коштів, який є однією з найважливіших форм поточного фінансового плану, розробляється на рік у розрізі місяців за окремими видами діяльності та по підприємству у цілому.
7. Найбільш ефективним і надійним інструментом оперативного управління грошовими потоками на підприємстві є платіжний календар, котрий розробляється з метою встановлення конкретних строків надходження й витрачання грошових коштів та їх доведення до конкретних виконавців у формі планових завдань. Його розробка дозволяє синхронізувати грошові потоки, забезпечити їхню пріоритетність і ліквідність, включити управління ними у систему оперативного контролінгу фінансової діяльності підприємства.

? Питання для самоконтролю знань

1. Визначте сутність грошових потоків та охарактеризуйте їхні основні види.
2. Визначте сутність та основні завдання управління грошовими потоками підприємства.
3. Охарактеризуйте послідовність основних етапів управління грошовими потоками підприємства.
4. Назвіть основні методи ідентифікації обсягу і складу грошових потоків підприємства.
5. Охарактеризуйте основні підходи до побудови політики управління грошовими потоками підприємства.
6. Охарактеризуйте послідовність аналізу грошових потоків підприємства.
7. Визначте сутність та основні напрями оптимізації грошових потоків.
8. Назвіть основні методи збалансування дефіцитного грошового потоку.
9. Назвіть основні методи збалансування надлишкового грошового потоку.
10. Охарактеризуйте метод синхронізації грошових потоків за допомогою системи «прискорення – уповільнення грошових потоків».
11. Визначте сутність та охарактеризуйте основні методи планування надходження і витрачання грошових коштів.
12. Охарактеризуйте сутність платіжного календаря та порядок його розробки.

 Тестові завдання для контролю знань

1. Яким чином зміниться обсяг чистого грошового потоку підприємства при зростанні обсягів поточної кредиторської заборгованості за інших рівних умов?
 - 1.1. Збільшиться.
 - 1.2. Зменшиться.
 - 1.3. Не зміниться.
2. Метою управління грошовими потоками підприємства є забезпечення:
 - 2.1. Поточної платоспроможності підприємства.
 - 2.2. Стану фінансової рівноваги підприємства.
 - 2.3. Необхідного рівня фінансової рентабельності підприємства.

- 3. Яким чином вплине зростання обсягів дивідендних виплат на рівень реінвестування чистого грошового потоку за інших рівних умов?**
- 3.1. Збільшить.
 - 3.2. Зменшить.
 - 3.3. Не вплине.
- 4. Як вплине на обсяг чистого грошового потоку збільшення обсягів виробничих запасів підприємства за інших рівних умов?**
- 4.1. Чистий грошовий потік зросте.
 - 4.2. Чистий грошовий потік не зміниться.
 - 4.3. Чистий грошовий потік зменшиться.
- 5. Зростання обсягу поточної дебіторської заборгованості призведе до:**
- 5.1. Зменшення обсягу чистого грошового потоку.
 - 5.2. Зростання обсягу чистого грошового потоку.
 - 5.3. Не вплине на обсяг чистого грошового потоку.
- 6. Основним абсолютним показником рівня збалансованості грошових потоків є:**
- 6.1. Обсяг позитивного грошового потоку.
 - 6.2. Обсяг вихідного грошового потоку.
 - 6.3. Обсяг чистого грошового потоку.
 - 6.4. Коефіцієнт достатності чистого грошового потоку.
- 7. «Якість чистого грошового потоку» представляє:**
- 7.1. Узагальнюючу характеристику структури джерел формування чистого грошового потоку.
 - 7.2. Ступінь достатності чистого грошового потоку для фінансування потреб підприємства.
 - 7.3. Рівень ефективності використання чистого грошового потоку.
- 8. Критерієм оптимізації обсягу чистого грошового потоку є:**
- 8.1. Максимізація обсягу чистого грошового потоку.
 - 8.2. Досягнення обсягу чистого грошового потоку, що забезпечує стійке економічне зростання підприємства.
 - 8.3. Забезпечення достатнього рівня самофінансування підприємства.

- 9. Коефіцієнт достатності чистого грошового потоку з позицій потреб, що фінансуються, характеризує:**
- 9.1. Рівень ефективності управління грошовими потоками.
 - 9.2. Рівень синхронності грошових потоків.
 - 9.3. Рівень збалансованості грошових потоків.
 - 9.4. Динаміку грошових потоків.
- 10. Коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку характеризує:**
- 10.1. Рівень ефективності управління грошовими потоками.
 - 10.2. Рівень синхронності грошових потоків.
 - 10.3. Рівень збалансованості грошових потоків.
 - 10.4. Динаміку грошових потоків.
- 11. В основі розрахунку планового обсягу позитивного грошового потоку від реалізації продукції знаходиться:**
- 11.1. Плановий обсяг виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг).
 - 11.2. Плановий обсяг виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) та коефіцієнт інкасації дебіторської заборгованості.
 - 11.3. Плановий обсяг виробництва продукції.
- 12. Рівень дефіцитності грошових коштів характеризує:**
- 12.1. Середній обсяг дефіциту грошових коштів у розрахунку на одну гривню середньоденного позитивного грошового потоку.
 - 12.2. Період часу, протягом якого підприємство відчуває дефіцит грошових коштів.
 - 12.3. Частоту виникнення дефіциту грошових коштів.
- 13. Коефіцієнт варіації надходження та витрачання грошових коштів характеризує:**
- 13.1. Рівень ритмічності грошових потоків.
 - 13.2. Рівень синхронності грошових потоків.
 - 13.3. Рівень збалансованості грошових потоків.
 - 13.4. Рівень ефективності управління грошовими потоками.
- 14. Яка комбінація тенденцій, на вашу думку, є неможливою?**
- 14.1. Одночасне зростання рівня дефіцитності грошових коштів та коефіцієнта достатності чистого грошового потоку.

- 14.2. Зростання рівня дефіцитності грошових коштів і падіння коефіцієнта достатності чистого грошового потоку.
- 14.3. Одночасне зростання рівня дефіцитності грошових коштів та коефіцієнта варіації надходження і витрат грошових коштів.
- 15. Який з перерахованих методів не належить до методів збалансування дефіцитного грошового потоку?**
 - 15.1. Додаткова емісія акцій.
 - 15.2. Залучення кредитів.
 - 15.3. Здійснення регіональної диверсифікації діяльності.
- 16. Який із перерахованих методів не належить до методів збалансування надлишкового грошового потоку?**
 - 16.1. Залучення стратегічних інвесторів з метою поповнення власного капіталу.
 - 16.2. Дострокове погашення довгострокових фінансових інструментів.
 - 16.3. Прискорення періоду розробки реальних інвестиційних проектів.
- 17. Який напрям оптимізації грошових потоків має забезпечити необхідну пропорційність обсягів позитивного та від'ємного грошових потоків?**
 - 17.1. Збалансування.
 - 17.2. Синхронізація.
 - 17.3. Максимізація чистого грошового потоку.
- 18. Оберіть неправильне твердження:**
 - 18.1. Погашення дебіторської заборгованості зменшує грошовий потік.
 - 18.2. Дивіденди, отримані від довгострокових капітальних вкладень, збільшують грошовий потік.
 - 18.3. Придбання необоротних активів зменшують грошовий потік.
 - 18.4. Виплата заробітної плати зменшує грошовий потік від операційної діяльності.
- 19. За нормального функціонування підприємства спостерігаються:**
 - 19.1. Від'ємні чисті грошові потоки від операційної діяльності підприємства.
 - 19.2. Позитивні чисті грошові потоки від усіх видів діяльності.
 - 19.3. Фінансування інвестиційної діяльності за рахунок потоків від операційної діяльності.
 - 19.4. Фінансування операційної діяльності за рахунок потоків від інвестиційної діяльності.

- 20. Складання звіту про рух грошових коштів за допомогою прямого методу базується на:**
- 20.1. Звітній інформації про фінансові результати діяльності.
 - 20.2. Фактичній інформації про рух грошових коштів на рахунках та касі.
 - 20.3. Аналітичній інформації про зміни складу і структури активів.
- 21. Метод розрахунку грошових потоків оснований на аналізі руху грошових коштів на рахунках – це:**
- 21.1. Непрямий.
 - 21.2. Прямий.
 - 21.3. Змішаний.
 - 21.4. Усі відповіді правильні.
- 22. З яких елементів складається показник суми чистого грошового потоку за період?**
- 22.1. Суми вхідного і вихідного грошового потоку.
 - 22.2. Абсолютного й відносного грошового потоку.
 - 22.3. Валового і внутрішнього грошового потоку.
- 23. У чому полягає функція управління грошовими потоками у процесі фінансової діяльності?**
- 23.1. В залученні капіталу у грошовій формі для господарської діяльності.
 - 23.2. Організації обслуговування та своєчасного повернення боргу.
 - 23.3. Обидві відповіді.
- 24. До якого класифікатора входять ліквідні і неліквідні грошові потоки?**
- 24.1. «За можливістю забезпечення платоспроможності».
 - 24.2. «За можливістю трансформуватися в активи».
 - 24.3. «За співвідношенням вхідного і вихідного грошових потоків».

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Задачі для набуття практичних навичок

Задача 6.1

Виходячи з наступної інформації, оцініть суму чистого грошового потоку і надайте якісну характеристику основних джерел його формування протягом останніх двох років.

Інформація про результати діяльності підприємства

(тис. грн)

Показники	Попередній рік	Звітний рік
1. Прибуток від звичайно діяльності до оподаткування	69	101
2. Обсяг амортизаційних відрахувань	59	68
3. Фінансовий результат від неопераційної діяльності	18	10
4. Сума відсотків за кредит, нарахованих до сплати	1,2	1,1
5. Сума податку на прибуток	12	26,1
6. Надходження грошових коштів з операційної діяльності	1751	2500
7. Витрачання грошових коштів з операційної діяльності	1699	2199

Задача 6.2

Виходячи з наступної інформації, визначте основні джерела формування та напрями витрачання грошових коштів і оцініть рівень збалансованості грошових потоків підприємства у звітному періоді. За результатами розрахунків зробіть висновки щодо ситуації, що склалася, визначте основні напрями її покращання.

Висновки та пропозиції оформіть у вигляді аналітичної записки.

Інформація про рух грошових коштів підприємства

(тис. грн)

Показники	1 квартал	2 квартал
Залишок грошових коштів на початок періоду	7,50	
<i>Рух грошових коштів від операційної діяльності</i>		
Надходження грошових коштів		
1. Виручка від реалізації продукції звітного періоду	1121,55	1300,70
2. Погашення дебіторської заборгованості за товари, роботи та послуги	501,20	520,70
Усього надходження грошових коштів від операційної діяльності		

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення таблиці

Показники	1 квартал	2 квартал
Витрачання грошових коштів		
1. Оплата сировини та матеріалів	875,00	990,00
2. Заробітна плата	130,00	130,00
3. Сплата податків і зборів	212,00	250,00
4. Орендна плата	8,00	8,00
5. Оплата інших поточних витрат	15,00	21,00
<i>Усього витрачання грошових коштів від операційної діяльності</i>		
<i>Рух грошових коштів від інвестиційної діяльності</i>		
Надходження грошових коштів		
1. Надходження грошових коштів від продажу основних засобів	50,00	–
<i>Усього надходження грошових коштів від інвестиційної діяльності</i>		
Витрачання грошових коштів		
1. Видатки грошових коштів на придбання патенту	12,00	–
2. Видатки грошових коштів на купівлю устаткування	105,00	70,00
<i>Усього витрачання грошових коштів від інвестиційної діяльності</i>		
<i>Рух грошових коштів від фінансової діяльності</i>		
Надходження грошових коштів		
1. Надходження грошових коштів від продажу власних акцій	100,00	70,00
2. Надходження довгострокового кредиту банку	75,00	–
<i>Усього надходження грошових коштів від фінансової діяльності</i>		
Витрачання грошових коштів		
1. Сплата дивідендів	40,00	–
2. Погашення короткострокового кредиту банку	30,00	30,00
<i>Усього витрачання грошових коштів від фінансової діяльності</i>		

Додаткова інформація про фінансово-господарський стан підприємства

(тис. грн)

Показники	1 квартал	2 квартал
1. Обсяг чистого прибутку	35	41
2. Амортизація	15	20
3. Обсяг прострочених зобов'язань	10	11
4. Обсяг дефіциту грошових коштів	3	4

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Задача 6.3

Проаналізуйте основні напрями витрачання грошових коштів від операційної діяльності, оцініть рівень рівномірності, синхронності грошових потоків та ефективності управління ними на підприємстві у звітному місяці. За результатами розрахунків зробіть висновки щодо ситуації, яка склалася. При необхідності обґрунтуйте основні напрями вирівнювання та синхронізації грошових потоків підприємства.

Висновки і пропозиції оформіть у вигляді аналітичної записки.

Інформація про рух грошових коштів від операційної діяльності у звітному місяці

(тис. грн)

Показники	1 п'яти-денка	2 п'яти-денка	3 п'яти-денка	4 п'яти-денка	5 п'яти-денка	6 п'яти-денка
1. Виручка від реалізації продукції	55	65	80	37	43	32
2. Оплата сировини та матеріалів	12	—	50	40	—	40
3. Заробітна плата	15,5	—	—	—	15,5	—
4. Сплата податків і зборів	1,5	—	29	—	2,0	—
5. Орендна плата	6	—	—	—	—	—
6. Оплата інших поточних витрат	—	—	—	2	—	—
Усього витрачання грошових коштів	35,0	—	79	42	17,5	40

Задача 6.4

Виходячи з наступної інформації, розробіть план руху грошових коштів у наступному місяці, оцініть можливість забезпечення достатнього обсягу запасу грошових коштів. За результатами розрахунків зробіть висновки і визначте основні напрями її покращання (при необхідності), якщо відомо:

1. Виручка від реалізації продукції у звітному місяці становить 95 тис. грн 85% продукції, що реалізується, оплачується покупцем за фактом поставки, решта – через місяць.
2. Витрати на закупівлю сировини, матеріалів, комплектуючих становить 67% од виручки від реалізації за місяць; 63% сировини та матеріалів оплачується за фактом поставки, решта – через місяць.
3. У наступному місяці планується збільшити обсяги реалізації продукції на 12% порівняно зі звітним місяцем.
4. Обсяг податків та обов'язкових платежів, що сплачуватимуться у наступному місяці, за поточний місяць становитимуть 11 тис. грн.
5. Обсяг поточних витрат, що фінансуються, у наступному місяці становитимуть 23 тис. грн.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

6. Норматив запасів грошових коштів становить 2% од виручки від реалізації.
7. Залишок грошових коштів на кінець звітного періоду становить 3 тис. грн.

Задача 6.5

Оцініть ефективність управління грошовими потоками підприємства протягом останніх 5-ти років за допомогою коефіцієнта реінвестування чистого грошового потоку з операційної діяльності. За результатами розрахунків оформіть висновки.

Вихідна інформація про діяльність підприємства протягом останніх 5-ти років

Показники	1 рік	2 рік	3 рік	4 рік	5 рік
1. Середній обсяг оборотних активів, тис. грн	1020	1300	2400	5900	7900
2. Середній обсяг поточних зобов'язань, тис. грн	1000	1100	1800	2800	5300
3. Чистий прибуток, тис. грн	650	690	1067	1710	2260
4. Чистий грошовий потік з операційної діяльності, тис. грн	750	840	950	1900	2500
5. Сума сплачених дивідендів, тис. грн	220	350	460	640	800
6. Приріст реальних інвестицій, тис. грн	1400	2400	5200	7100	8400
7. Приріст довгострокових фінансових інвестицій, тис. грн	250	0	200	750	580

Задача 6.6

Для забезпечення платоспроможності підприємства і відповідної координації грошових потоків перед працівниками фінансового відділу стоїть завдання створити платіжний календар на другий квартал з помісячною розбивкою, якщо відомі дані діяльності підприємства у звітному місяці (у березні) і прогнозні дані на плановий квартал (з квітня по червень). Дані наведені у таблиці.

Звітні та прогнозні дані розвитку підприємства

Показник	Березень (звіт)	Квітень (прогноз)	Травень (прогноз)	Червень (прогноз)
Кількість днів у місяці	31	30	31	30
Залишок грошових коштів на початок періоду, грн		1 500,00		
Чистий дохід від реалізації, грн	3 100,00	5 400,00	7 200,00	8 300,00

(грн)

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Закінчення таблиці

Показник	Березень (звіт)	Квітень (прогноз)	Травень (прогноз)	Червень (прогноз)
Період обороту дебіторської заборгованості, днів	4	15	16	17
Рівень собівартості реалізованої продукції, %	53,0%	55,0%	54,5%	53,5%
Тривалість виробничого циклу, днів	1	1	1	1
Період обороту кредиторської заборгованості, днів	17	18	18	19
Обсяг закупівлі сировини	12 000,00			
Накладні затрати		13 000,00	16 000,00	18 000,00
Купівля основних засобів		15 100,00	21 000,00	11 200,00

За накладними витратами підприємства та за купівлею основних засобів грошові кошти сплачуються по факту настання платіжних зобов'язань.

Оцініть достатність рівня платоспроможності і рівня забезпеченості грошовими активами підприємства у плановому періоді при нормативному мінімальному значенні страхового та операційного запасів грошових активів на плановий квартал обсягом 11 тис. грн і потреби формування інвестиційного запасу грошових активів до кінця кварталу обсягом 15 тис. грн.

На основі проведених розрахунків зробіть висновки і пропозиції.

Задача 6.7

Згідно з даними управлінського обліку діяльності торговельне підприємства ТОВ «Авалон» протягом звітного кварталу має наступні фінансові показники діяльності:

Управлінський баланс станом на 01.01.20... р.

(тис. грн)

Показник	01.01.20...
Актив	
Основні засоби	
– залишкова вартість	205,5
– початкова вартість	307,0
– знос	101,5
Запаси	121,7

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення таблиці

Показник	01.01.20...
Дебіторська заборгованість з ПДВ	200,0
Дебіторська заборгованість за податком на прибуток	0,0
Аванси робітникам	195,5
Грошові активи	15,0
Баланс	737,7
Пасив	
Статутний капітал	215,0
Нерозподілений прибуток	142,0
Кредиторська заборгованість (з ПДВ)	231,7
Заборгованість по зарплаті	123,0
Кредиторська заборгованість за податком на прибуток	3,0
Заборгованість з ПДВ	23,0
Кредити банків	0
Баланс	737,7

Управлінський звіт про фінансові результати за 4 квартал 20... р.

(тис. грн)

Стаття	4 квартал 20...
Дохід від реалізації з ПДВ	39 000,0
ПДВ	6 500,0
Чистий дохід від реалізації	32 500,0
% собівартості	55%
Собівартість	17 875,0
Змінні витрати	3 642,0
у тому числі зарплата	2 550,0
Постійні витрати	10532,0
у тому числі зарплата	2 575,0
% за кредит	-
Амортизація	157,0
Прибуток до оподаткування	451,0
Податок на прибуток	81,18
Чистий прибуток	369,82

Показники ділової активності підприємства у звітному кварталі

Показник	Значення
Період обороту кредиторської заборгованості	12
Період обороту запасів	10
Період обороту дебіторської заборгованості	11

Розділ 6. УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

Підприємство має прямолінійний метод щоквартального нарахування амортизації зі строком експлуатації основних засобів у 10 кварталів.

ТОВ «Авалон» має можливість залучати кредит лише під заставу нового придбаного майна з коефіцієнтом заставного покриття 2,2. Банки надають кредити підприємству під 26% річних.

Нормативний запас грошових активів на плановий квартал повинен складати 15 тис. грн.

За постійними і змінними витратами операційної діяльності підприємства (без урахування заробітної плати) розрахунки ведуться по факту здійснення витрат.

Перед працівниками фінансового департаменту поставлене завдання спланувати грошові потоки таким чином, щоб протягом планового кварталу забезпечити максимальний обсяг сплати дивідендів власникам у грошовій формі.

На плановий квартал очікується зростання постійних витрат на 35 тис. грн із-за зростання вартості оренди займаних приміщень підприємством.

Для зростання чистого грошового потоку операційної діяльності відділ маркетингу пропонує збільшити дохід від реалізації на 27% за рахунок зниження рівня торгової націнки (рівень собівартості реалізованої продукції зросте з 50% до 65%).

Працівники відділу маркетингу як альтернативний варіант пропонують для виконання поставленого завдання збільшити дохід від реалізації на 25% за допомогою збільшення терміну відстрочки платежу клієнтам на 7 днів з незначним збільшенням торгової націнки (зниження рівня собівартості з 55% до 52%).

Третім пропонованим варіантом прийняття рішення є придбання додаткового торговельного обладнання вартістю 150 тис. грн, що при сталому обсязі доходу дозволить підвищити рівень торговельної націнки (чи понизити рівень собівартості реалізованих товарів на 3%).

Для вирішення завдання потрібно для кожного із запропонованих сценаріїв розрахувати бюджет доходів та витрат підприємства, балансовий план і план руху грошових потоків, на основі чого прийняти справедливе рішення.

РОЗДІЛ 7

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Глава 18

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ ПІДПРИЄМСТВА

18.1. Економічна сутність та класифікація фінансових ризиків підприємства

Виходячи з Міжнародних стандартів ISO 31000, якими визначено, що ризик – це ефект (дія) невизначеності на досягнення цілей, **фінансовий ризик підприємства є ефектом (дією) невизначеності фінансової діяльності на фінансові цілі підприємства.**

Фінансові ризики підприємства класифікуються за такими основними ознаками (рис. 18.1).

1. Вид фінансового ризику. Ця класифікаційна ознака є основним параметром диференціації фінансових ризиків у процесі управління ними. Характеристика конкретного виду ризику одночасно дає уявлення про фактор, який його генерує, що дозволяє «прив'язати» оцінку ступеня вірогідності виникнення розміру можливих фінансових втрат по даному виду ризику до динаміки відповідного фактора.

Видова різноманітність фінансових ризиків у їхній класифікаційній системі представлена у найбільш широкому діапазоні. При цьому слід зазначити, що поява нових фінансових технологій, використання нових фінансових інструментів та інші інноваційні фактори будуть відповідно породжувати і нові види фінансових ризиків.

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

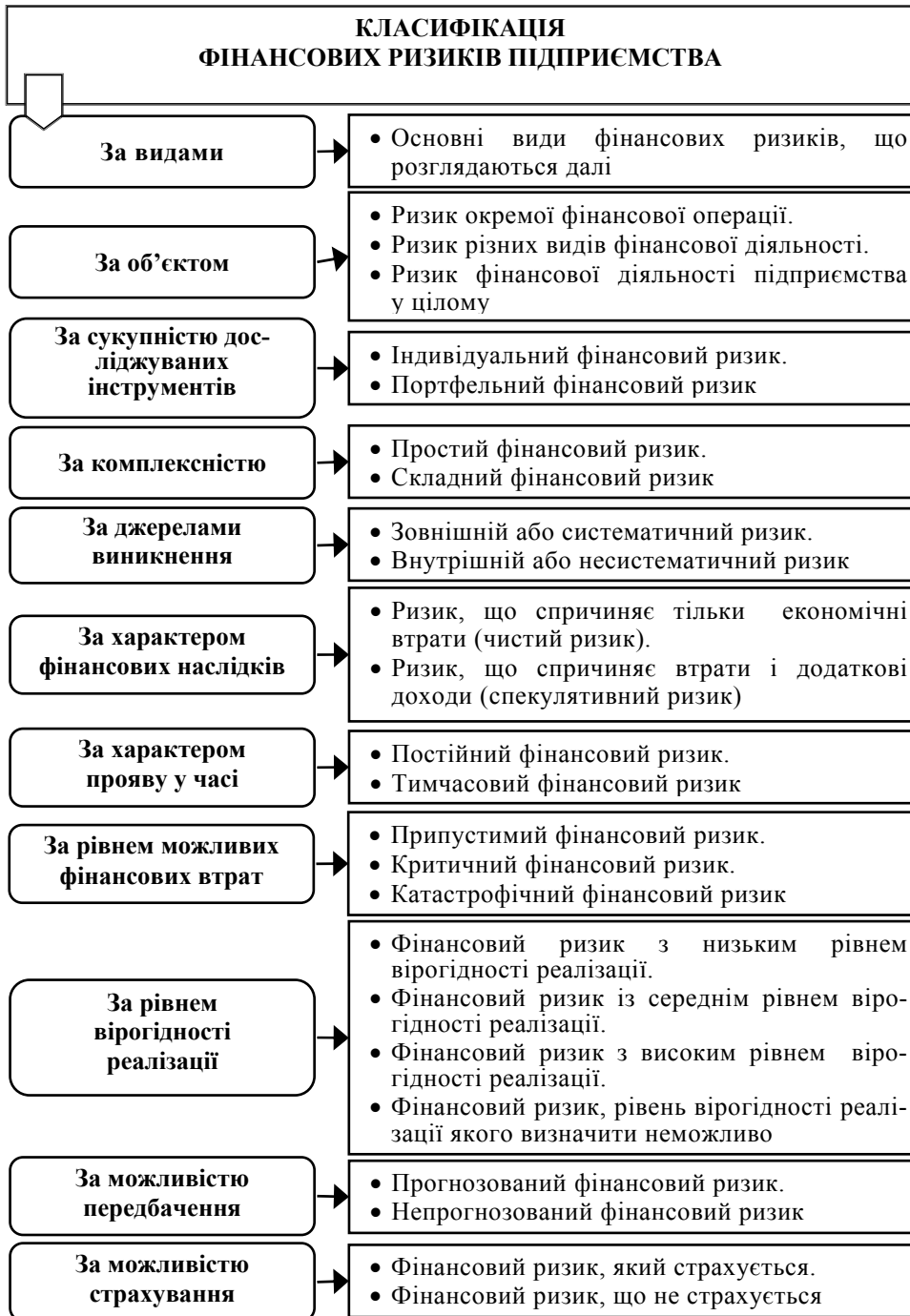


Рис. 18.1. Класифікація фінансових ризиків підприємства по основних ознаках

На сучасному етапі до числа основних видів фінансових ризиків підприємства відносяться наступні (рис. 18.2):

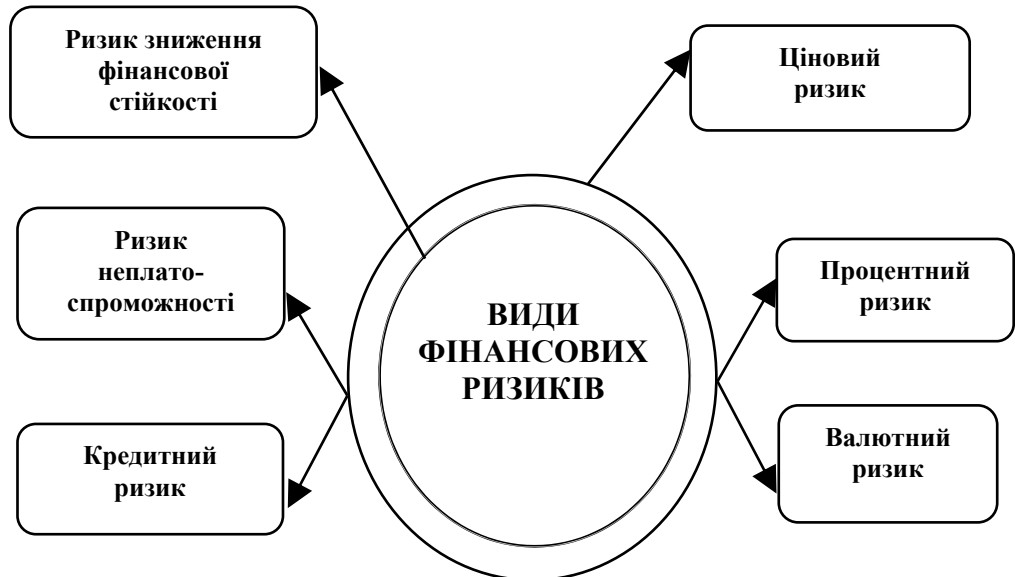


Рис. 18.2. Основні види фінансових ризиків підприємства

- *Ризик зниження фінансової стійкості (або ризик порушення рівноваги фінансового розвитку)* підприємства генерується недосконалістю структури капіталу (надмірною часткою використовуваних позикових засобів), що породжують незбалансованість позитивного і негативного грошових потоків підприємства за обсягами. Природа цього ризику й форми його прояву розглянуті у процесі викладу дії механізму фінансового левириджу. У складі фінансових ризиків за ступенем небезпеки (генерування загрози банкрутства підприємства) цей вид ризику відіграє провідну роль.

- *Ризик неплатоспроможності (або ризик незбалансованої ліквідності)* підприємства генерується зниженням рівня ліквідності оборотних активів, що спричиняє розбалансованість позитивного і негативного грошових потоків підприємства у часі. За своїми фінансовими наслідками цей вид ризику також відноситься до числа найбільш небезпечних.

- *Процентний ризик* полягає у непередбаченій зміні процентної ставки на фінансовому ринку (як депозитної, так і кредитної). Причиною виникнення цього виду фінансового ризику (якщо елімінувати раніше розглянуту його інфляційну складову) є: зміна кон'юнктури фінансового ринку під впливом державного регулювання; зростання або зниження

пропозиції вільних грошових ресурсів та інші фактори. Негативні фінансові наслідки цього виду ризику проявляються в емісійній діяльності підприємства (при емісії як акцій, так і облігацій), у його дивідендній політиці, у короткострокових фінансових вкладеннях і деяких інших фінансових операціях.

- *Валютний ризик* властивий підприємствам, що ведуть зовнішньоекономічну діяльність (імпортують сировину, матеріали й напівфабрикати та експортують готову продукцію). Він має прояв у недоотриманні передбачених доходів у результаті безпосереднього впливу зміни обмінного курсу іноземної валюти, використовуваної у зовнішньоекономічних операціях підприємства, на очікувані грошові потоки від цих операцій. Так, імпортуючи сировину й матеріали, підприємство програє від підвищення обмінного курсу відповідної іноземної валюти стосовно національної. Зниження ж цього курсу визначає фінансові втрати підприємства при експорті готової продукції.

- *Кредитний ризик* має місце у фінансовій діяльності підприємства при наданні ним товарного (комерційного) або споживчого кредиту покупцям. Формою його прояву є ризик неплатежу або несвоєчасного розрахунку за відпущену підприємством у кредит готову продукцію.

- *Ціновий ризик* полягає у можливості понесення фінансових втрат, пов'язаних з несприятливими змінами цінних індексів на активи, що обертаються на фінансовому ринку (акції, похідні цінні папери, золото та інше).

2. За об'єктом виділяють наступні групи фінансових ризиків:

- *Ризик окремої фінансової операції* характеризує у комплексі увесь спектр видів фінансових ризиків, властивих певній фінансовій операції (наприклад, ризик властивий придбанню конкретної акції).

- *Ризик різних видів фінансової діяльності* (наприклад, ризик інвестиційної або кредитної діяльності підприємства).

- *Ризик фінансової діяльності підприємства у цілому*. Комплекс різних видів ризиків, властивих фінансовій діяльності підприємства, визначається специфікою організаційно-правової форми його діяльності, структурою капіталу, складом активів, співвідношенням постійних і змінних витрат тощо.

3. За сукупністю досліджуваних інструментів фінансові ризики підрозділяються на наступні групи:

- *Індивідуальний фінансовий ризик* характеризує сукупний ризик, властивий окремим фінансовим інструментам.

- *Портфельний фінансовий ризик* характеризує сукупний ризик, властивий комплексу однофункціональних фінансових інструментів, об'єднаних у портфель (наприклад, кредитний портфель підприємства, його інвестиційний портфель тощо).

4. За комплексністю виділяють наступні групи ризиків:

- *Простий фінансовий ризик* характеризує вид фінансового ризику, що не розчленовується на окремі його підвиди. Прикладом простого фінансового ризику є інфляційний ризик.

- *Складний фінансовий ризик* характеризує вид фінансового ризику, що складається з комплексу розглянутих його підвидів. Прикладом складного фінансового ризику є ризик інвестиційний (наприклад, ризик інвестиційного проекту).

5. За джерелами виникнення виділяють наступні групи фінансових ризиків:

- *Зовнішній, систематичний або ринковий ризик* (усі терміни визначають цей ризик як незалежний від діяльності підприємства). Цей вид ризику характерний для всіх учасників фінансової діяльності і всіх видів фінансових операцій. Він виникає при зміні окремих стадій економічного циклу, зміні кон'юнктури фінансового ринку та у низці інших аналогічних випадків, на які підприємство у процесі своєї діяльності вплинути не може. До цієї групи ризиків можуть бути віднесені процентний ризик, валютний ризик, цінновий ризик.

- *Внутрішній, несистематичний або специфічний ризик* (усі терміни визначають цей фінансовий ризик як залежний від діяльності конкретного підприємства). Він може бути пов'язаний з некваліфікованим фінансовим менеджментом, неефективною структурою активів і капіталу, надмірною схильністю до ризикових (агресивних) фінансових операцій з високою нормою прибутку, недооцінкою господарських партнерів та іншими аналогічними факторами, негативні наслідки яких значним чином можна запобігти за рахунок ефективного управління фінансовими ризиками.

Розподіл фінансових ризиків на систематичні та несистематичні є однією з важливих вихідних передумов теорії управління ризиками.

6. За характером фінансових наслідків усі ризики підрозділяються на такі групи:

- *Ризик, що спричиняє тільки економічні втрати (чистий ризик)*. При цьому виді ризику фінансові наслідки можуть бути лише негативними (втрата доходу або капіталу).

• *Ризик, що спричиняє як економічні втрати, так і додаткові доходи.* У літературі цей вид фінансового ризику часто називається «спекулятивним фінансовим ризиком», оскільки він пов'язується зі здійсненням спекулятивних (агресивних) фінансових операцій. Однак цей термін (у такому ув'язуванні) представляється не зовсім точним, тому що цей вид ризику властивий не тільки спекулятивним фінансовим операціям (наприклад, ризик реалізації реального інвестиційного проекту, прибутковість якого в експлуатаційній стадії може бути нижчою або вищою розрахункового рівня).

7. За характером прояву у часі виділяють дві групи фінансових ризиків.

• *Постійний фінансовий ризик* характерний для всього періоду здійснення фінансової операції і пов'язаний з дією постійних факторів. Прикладом такого фінансового ризику є процентний ризик, валютний ризик тощо.

• *Тимчасовий фінансовий ризик* характеризує ризик, який має перманентний характер, що виникає лише на окремих етапах здійснення фінансової операції. Прикладом такого виду фінансового ризику є ризик неплатоспроможності ефективно функціонуючого підприємства.

8. За рівнем вірогідності реалізації фінансові ризики підрозділяються на такі групи:

• *Фінансовий ризик з низьким рівнем вірогідності реалізації.* До таких видів відносять зазвичай фінансові ризики, коефіцієнт варіації по яких не перевищує 10%.

• *Фінансовий ризик із середнім рівнем вірогідності реалізації.* До таких видів у практиці ризик-менеджменту як правило відносять фінансові ризики, коефіцієнт варіації по яких перебуває у межах 10–25%.

• *Фінансовий ризик з високим рівнем вірогідності реалізації.* До таких видів відносять фінансові ризики, коефіцієнт варіації по яких перевищує 25%.

• *Фінансовий ризик, рівень вірогідності реалізації яких визначити неможливо.* До цієї групи відносяться фінансові ризики, реалізовані «в умовах невизначеності».

9. За рівнем можливих фінансових втрат ризики підрозділяються на наступні групи:

• *Припустимий фінансовий ризик* характеризує ризик, фінансові втрати по якому не перевищують розрахованої суми прибутку по здійснюваній фінансовій операції.

• *Критичний фінансовий ризик* характеризує ризик, фінансові втрати по якому не перевищують розрахованої суми валового доходу по здійснюваній фінансовій операції.

• *Катастрофічний фінансовий ризик* характеризує ризик, фінансові втрати по якому визначаються частковою або повною втратою власного капіталу (цей вид ризику може супроводжуватися втратою і позикового капіталу).

10. За можливістю передбачення фінансові ризики підрозділяються на наступні дві групи:

• *Прогнозований фінансовий ризик* характеризує ті види ризиків, які пов'язані із циклічним розвитком економіки, зміною стадій кон'юнктури фінансового ринку, передбачувані розвитком конкуренції тощо. Передбачуваність фінансових ризиків має відносний характер, оскільки прогнозування із 100-відсотковим результатом виключає розглянуте явище з категорії ризиків.

Прикладом прогнозованих фінансових ризиків є інфляційний ризик, процентний ризик та деякі інші їх види (природно, йдеться про прогнозування ризику у короткостроковому періоді).

• *Непрогнозований фінансовий ризик* характеризує види фінансових ризиків, що відрізняються повною непередбачуваністю прояву. Прикладом таких ризиків є ризики форс-мажорної групи, податковий ризик та деякі інші.

Відповідно до цієї класифікаційної ознаки фінансові ризики підрозділяються також на регульовані й нерегульовані у межах підприємства.

11. За можливістю страхування фінансові ризики підрозділяються також на дві групи.

• *Фінансовий ризик, що страхується.* До нього відносяться ризики, які можуть бути передані у порядку зовнішнього страхування відповідними страховими організаціями (відповідно до номенклатури фінансових ризиків, прийнятих ними до страхування).

• *Фінансовий ризик, що не страхується.* До нього відносяться ті їхні види, по яких відсутня пропозиція відповідних страхових продуктів на страховому ринку.

Склад ризиків цих розглянутих двох груп дуже рухливий і пов'язаний не тільки з можливістю їх прогнозування, але й з ефективністю здійснення окремих видів страхових операцій у конкретних економічних умовах при сформованих формах державного регулювання страхової діяльності.

З огляду на економічну нестабільність розвитку країни, ранню стадію життєвого циклу багатьох створених в останнє десятиліття підприємств, а, відповідно, і переважно агресивний менталітет їх керівників та фінансових менеджерів, можна констатувати, що прийняті ними фінансові ризики відрізняються більшою різноманітністю й досить високим рівнем порівняно з портфелем цих ризиків у підприємств, що функціонують у країнах з розвиненою ринковою економікою.

18.2. Сутність та завдання управління фінансовими ризиками

З позицій системного підходу управління фінансовими ризиками підприємства є системою принципів і методів розробки й реалізації фінансових рішень, що забезпечують усебічну оцінку різних видів фінансових ризиків та нейтралізацію їхніх можливих негативних фінансових наслідків.

В умовах формування ринкових відносин проблема ефективного управління фінансовими ризиками підприємства здобуває все більшу актуальність, забезпечуючи надійне досягнення цілей фінансової діяльності підприємства.

Головною метою управління фінансовими ризиками є забезпечення фінансової безпеки підприємства у процесі його розвитку й запобігання можливому зниженню його ринкової вартості.

У процесі реалізації своєї головної мети управління фінансовими ризиками підприємство спрямоване на реалізацію наступних основних завдань (табл. 18.1).

Таблиця 18.1

Система основних завдань, спрямованих на реалізацію головної мети управління фінансовими ризиками підприємства

Головна мета управління фінансовими ризиками	Основні завдання управління фінансовими ризиками, спрямовані на реалізацію його головної мети
ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ПІДПРИЄМСТВА У ПРОЦЕСІ ЙОГО РОЗВИТКУ Й ЗАПОБІГАННЯ МОЖЛИВОМУ ЗНИЖЕННЮ ЙОГО РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ	1. Виявлення сфер підвищеного ризику фінансової діяльності підприємства, що генерують загрозу його фінансовій безпеці. 2. Всебічна об'єктивна оцінка ймовірності настання окремих ризикових подій і пов'язаних з ними можливих фінансових втрат. 3. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику по відношенню до передбачуваного рівня дохідності фінансових операцій. 4. Забезпечення мінімізації можливих фінансових втрат підприємства при настанні ризикової події

1. Виявлення сфер підвищеного ризику фінансової діяльності підприємства, що генерують загрозу його фінансовій безпеці. Це завдання реалізується шляхом ідентифікації окремих видів ризиків,

властивих різним фінансовим операціям підприємства, визначення рівня концентрації фінансових ризиків у розрізі окремих напрямів його фінансової діяльності, постійного моніторингу факторів зовнішнього фінансового середовища, що генерують загрозу можливого недосягнення цілей його фінансової стратегії.

2. Всебічна об'єктивна оцінка ймовірності настання окремих ризикових подій і пов'язаних з ними можливих фінансових втрат. Реалізація цього завдання забезпечується створенням інформаційної бази здійснення такої оцінки, яка характеризується необхідною вірогідністю; вибором сучасних методів і засобів оцінки ймовірності настання окремих ризикових подій, котрі найбільшим чином кореспондують зі специфікою розглянутих фінансових ризиків; визначенням розміру прямого й непрямого фінансового збитку, який завдається підприємству при можливому настанні ризикової події.

3. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику по відношенню до передбачуваного рівня дохідності фінансових операцій. Якщо рівень дохідності окремих фінансових операцій або напрямів фінансової діяльності визначений заздалегідь, то у процесі управління фінансовими ризиками варто оцінити відповідність його рівня передбаченому рівню дохідності (по шкалі «ризик-дохідність») і вжити заходів можливої мінімізації рівня фінансових ризиків. Така мінімізація забезпечується розподілом фінансових ризиків серед партнерів по фінансовій операції, диверсифікацією інвестиційного портфеля, всебічною оцінкою потенційних дебіторів і диверсифікацією портфеля дебіторської заборгованості тощо.

4. Забезпечення мінімізації можливих фінансових втрат підприємства при настанні ризикової події. У процесі реалізації цього завдання розробляється комплекс превентивних заходів щодо запобігання можливого порушення фінансової стійкості і платоспроможності підприємства, скороченню обсягів його операційної або фінансової діяльності. У систему цих заходів входять хеджування окремих фінансових операцій, формування внутрішніх резервних грошових фондів, зовнішнє страхування фінансових ризиків.

Усі розглянуті завдання управління фінансовими ризиками підприємства є взаємозалежними і вирішуються в єдиному комплексі.

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Управління фінансовими ризиками підприємства, що забезпечує реалізацію його головної мети, здійснюється послідовно по таких основних етапах (рис. 18.3):

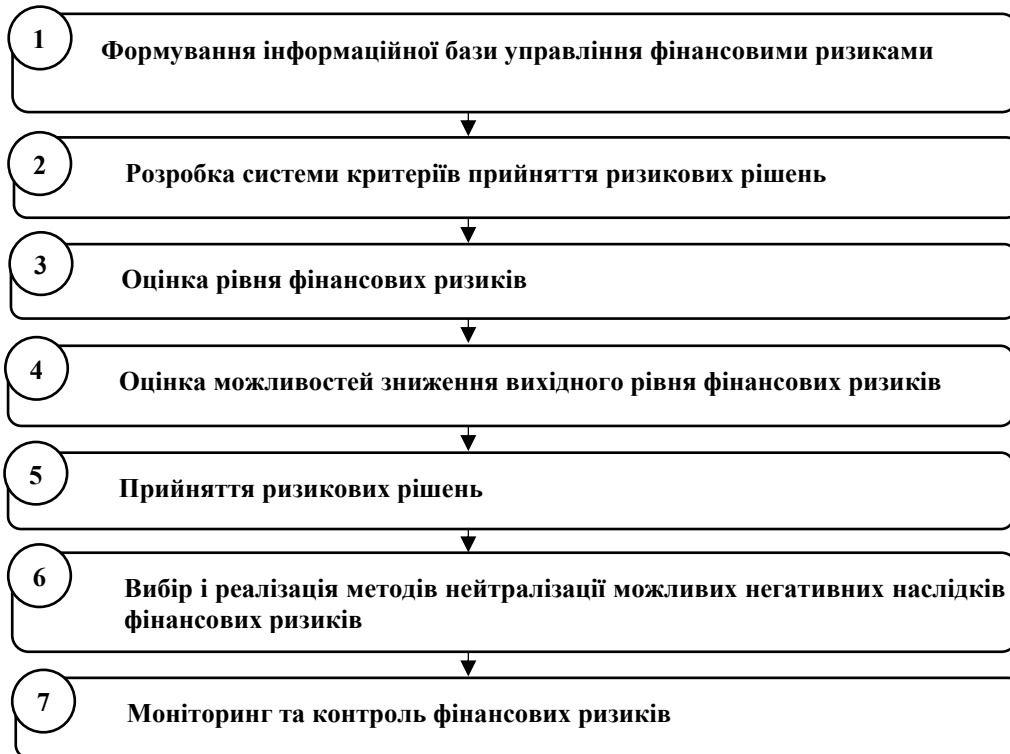


Рис. 18.3. Основні етапи процесу управління фінансовими ризиками підприємства

1. Формування інформаційної бази управління фінансовими ризиками. Ефективність управління фінансовими ризиками підприємства багато у чому визначається використовуваною у цих цілях інформаційною базою, формування такої інформаційної бази залежить від виду здійснюваних фінансових операцій та окремих напрямів фінансової діяльності, передбачає включення до її складу даних про динаміку факторів зовнішнього фінансового середовища й кон'юнктури фінансового ринку у розрізі окремих його сегментів, фінансову стійкість і платоспроможність потенційних дебіторів – покупців продукції, фінансовий потенціал партнерів по інвестиційній діяльності, портфелі пропонуваних страхових продуктів і рейтинг окремих страхових компаній та інших.

У процесі оцінки якості сформованої інформаційної бази для характеристики окремих видів ризиків перевіряється її повнота; можливість побудови необхідних рядів динаміки (для оцінки рівня ризиків, що проявляють у динаміці – інфляційного валютного, процентного тощо) та необхідних групувань (при оцінці статичних видів ризиків, наприклад, кредитного, криміногенного й т.п.); можливість порівняльної оцінки сум фінансових втрат у єдиному рівні цін; надійність джерел інформації (власна інформаційна база, опубліковані статистичні дані тощо). Варто мати на увазі, що недостатня або неякісна інформаційна база, використовувана підприємством, підсилює суб'єктивізм наступної оцінки рівня ризиків, а, отже, знижує ефективність усього подальшого процесу ризик-менеджменту.

2. Розробка системи критеріїв прийняття ризикових рішень.

Формування системи таких критеріїв базується на сформульованих фінансових цілях діяльності та фінансовій філософії підприємства і конкретизується з урахуванням політики здійснення управління різними аспектами його фінансової діяльності (політики формування фінансових ресурсів, політики фінансування активів, політики реального й фінансового інвестування, політики управління грошовими потоками тощо). Диференційована у розрізі окремих аспектів фінансової діяльності система критеріїв виражається зазвичай показником гранично припустимого рівня фінансових ризиків.

3. Оцінювання фінансового ризику – частина процесу ризик-менеджменту, що є структурованим процесом, у межах якого ідентифікують способи досягнення поставлених фінансових цілей, здійснюють аналіз наслідків і вірогідності виникнення небезпечних подій для прийняття рішень щодо необхідності обробки фінансового ризику. Положеннями міжнародних стандартів оцінювання ризику визнається основним елементом процесу ризик-менеджменту і визначається як процес, що об'єднує три послідовних етапи: *ідентифікацію, аналіз та порівняльну оцінку ризику*.

Так, **ідентифікація фінансових ризиків** є процесом визначення, систематизації та описування елементів фінансового ризику, до складу яких включають джерела ризику, події, їхні причини і можливі наслідки. Вона здійснюється у такі стадії:

- *на першій стадії* ідентифікуються фактори ризику, пов'язані з фінансовою діяльністю підприємства у цілому. У процесі цієї ідентифікації фактори підрозділяються на зовнішні й внутрішні;

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

- *на другій стадії* у розрізі кожного напрямку фінансової діяльності (окремих видів фінансових операцій) визначаються властиві їм зовнішні або систематичні види фінансових ризиків. У зв'язку зі специфікою фінансової діяльності підприємства окремі з розглянутих у процесі класифікації видів систематичних фінансових ризиків зі сформованого переліку виключаються (йдеться про валютний ризик, якщо підприємство не здійснює зовнішньоекономічної діяльності; процентний ризик, якщо підприємство не здійснює депозитних операцій і не залучає фінансовий кредит тощо);

- *на третій стадії* визначається перелік внутрішніх або несистематичних (специфічних) фінансових ризиків, властивих окремим видам фінансової діяльності, або намічуваних фінансових операцій підприємства (ризик зниження фінансової стійкості, ризик неплатоспроможності, кредитний ризик тощо);

- *на четвертій стадії* формується передбачуваний загальний портфель фінансових ризиків, пов'язаних з майбутньою фінансовою діяльністю підприємства (який включає можливі систематичні і несистематичні фінансові ризики);

- *на п'ятій стадії* на основі портфеля ідентифікованих фінансових ризиків визначаються сфери найбільш ризикових видів і напрямів фінансової діяльності підприємства за критерієм широти генерованих ними ризиків.

Таблиця 18.2

Рекомендовані методи ідентифікації фінансових ризиків

Метод	Стислий опис
1. Мозковий шторм	Включає у себе стимулювання і заохочення вільного висловлювання ідей серед групи добре поінформованих осіб з метою ідентифікації потенційних подій, ризиків та рішень щодо їх обробки; функції спрямування уваги учасників на відповідні проблеми та фіксації результатів обговорення покладено на ведучого (або групу ведучих)
2. Метод Дельфі	Є процедурою отримання узгодженої точки зору групою експертів, які висловлюються анонімно та дистанційно через надіслані листи-опитування; проводиться у декілька етапів
3. Інтерв'ю (опитування)	Є процедурою збирання різноманітних ідей та оцінок досвідчених фахівців з окреслених проблем; може проводитися у режимі «один-на-один» чи «один-на-багатьох»

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 18.2

Метод	Стислий опис
4. SWOT-аналіз	Передбачає розгляд сильних сторін (Strengths), слабких сторін (Weaknesses), можливостей (Opportunities) та загроз (Threats) підприємства або проекту
5. PEST-аналіз	Передбачає дослідження зовнішнього середовища підприємства у розрізі: Р – політичних, Е – економічних, С – соціальних, Т – технологічних факторів, що потенційно здатні генерувати ризик
6. Метод причинно-наслідкового аналізу	Передбачає виявлення і систематизацію можливих причин певної події (наслідку); результати ілюструють за допомогою діаграми Ішикави або дерева причинно-наслідкового аналізу, які знайшли поширення у системі менеджменту якості
7. Контрольні переліки	Передбачають використання попередньо розроблених списків типових невизначеностей

На етапі ідентифікації ризиків виявляють лише загальний характер наслідків та проводять описування ризиків – їх структуроване подання у розрізі основних елементів.

На основі результатів ідентифікації ризиків здійснюється їхній **аналіз**, зміст якого визначено стандартами як процес осмислення характеру ризиків та визначення рівня ризиків – величини ризику (або комбінації ризиків), що виражається через поєднання наслідків та їх вірогідності.

Для аналізу фінансових ризиків можуть застосовуватися такі методи, представлені у табл. 18.3.

Таблиця 18.3

Методи аналізу фінансових ризиків підприємства

Різновиди методів	Методи
Якісні	Категоризація фінансових ризиків
	Ранжирування фінансових ризиків за значущістю
Кількісні:	
– ймовірнісні	Статистичні методи
	Методи дерева рішень
	Методи теорії ігор
	Методи теорії нечітких множин
	Методи стохастичного моделювання
– неймовірнісні	Аналіз чутливості
	Сценарний аналіз
	Стрес-тестування

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Процес такого аналізує найбільш складним і потребує використання сучасного методичного інструментарію, високого рівня технічної й програмної оснащеності фінансових менеджерів, а також залучення у необхідних випадках кваліфікованих експертів. Принципова послідовність процесу аналізу фінансових ризиків містить наступні стадії.

На першій стадії визначається ймовірність можливого настання ризикової події по кожному виду ідентифікованих фінансових ризиків. З цією метою використовується великий методичний інструментарій оцінки, що дозволяє оцінити рівень такої ймовірності у конкретних умовах. Вибір окремих методів оцінки визначається наступними факторами:

- видом фінансового ризику;
- повнотою й вірогідністю інформаційної бази, сформованої для оцінки рівня ймовірності різних фінансових ризиків;
- рівнем кваліфікації фінансових менеджерів (менеджерів), що здійснюють оцінку; ступенем їхньої підготовки до використання сучасного математичного й статистичного апарату проведення такої оцінки;
- технічною і програмною оснащеністю фінансових менеджерів (ризиків-менеджерів), можливістю використання сучасних комп'ютерних технологій проведення такої оцінки;
- можливістю залучення до оцінки складних фінансових ризиків кваліфікованих експертів тощо.

На цій же стадії формується група фінансових ризиків підприємства, вірогідність реалізації яких визначити неможливо (групу фінансових ризиків, які реалізуються «в умовах невизначеності»).

На другій стадії визначається розмір можливого фінансового збитку при настанні ризикової події. Цей збиток характеризує максимально можливий збиток від здійснення фінансової операції або певного виду фінансової діяльності без урахування можливих заходів щодо нейтралізації негативних наслідків фінансового ризику. Фінансовий збиток виражається сумою втрати очікуваного прибутку, доходу або капіталу, пов'язаного зі здійсненням розглянутої фінансової операції, при найгіршому сценарії розвитку подій. Методика оцінки розміру можливого фінансового збитку при настанні ризикової події має враховувати як прямі, так і непрямі збитки підприємства (у формі упущеної вигоди, можливого пред'явлення претензій з боку контрагентів і третіх осіб тощо).

Розмір можливих фінансових втрат визначається характером здійснення фінансових операцій, обсягом задіяних у них активів (капіталу) і максимальним рівнем амплітуди коливання доходів при відповідних видах фінансових ризиків. На основі цього визначення здійснюється групування здійснюваних (намічуваних до здійснення) фінансових операцій по розмірах можливих фінансових втрат.

В управлінні фінансами використовується наступне групування фінансових операцій по зонах ризику з позицій можливих фінансових втрат при настанні ризикового випадку (рис. 18.4):

а) **безризикова зона**. У зв'язку з безризиковим характером здійснюваних у ній операцій можливі фінансові втрати по них не прогножуються. До таких фінансових операцій можуть бути віднесені хеджування, інвестування засобів у державні короткострокові облігації (при низьких темпах інфляції у країні) та інші;

б) **зона припустимого ризику**. Критерієм припустимого рівня фінансових ризиків є можливість втрат по розглянутій фінансовій операції у розмірі розрахованої суми прибутку;

в) **зона критичного ризику**. Критерієм критичного рівня фінансових ризиків є можливість втрат по розглянутій фінансовій операції у розмірі розрахованої суми доходу. У цьому випадку збиток підприємства буде обчислюватися сумою понесених ним витрат (витрат);

г) **зона катастрофічного ризику**. Критерієм катастрофічного рівня фінансових ризиків є можливість втрат по розглянутій фінансовій операції у розмірі всього власного капіталу або істотної його частини. Такі фінансові операції при їх невдалому результаті призводять зазвичай підприємство до банкрутства.

Результати проведеного групування дозволяють оцінити рівень концентрації фінансових операцій у різних зонах ризику по розміру можливих фінансових втрат. Для цього визначається, яку питому вагу займають окремі фінансові операції у кожній з відповідних зон ризику. Виділення операцій з високим рівнем концентрації у найнебезпечніших зонах ризику (зонах катастрофічного або критичного ризику) дозволяє розглядати їх як об'єкт підвищеної уваги у процесі подальших етапів управління фінансовими ризиками.

На третій стадії, з урахуванням імовірності настання ризикової події й пов'язаного з ним можливого фінансового збитку (очікуваних фінансових втрат), визначається загальний вихідний рівень фінансового ризику по окремих фінансових операціях або окремих видах фінансової діяльності.

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

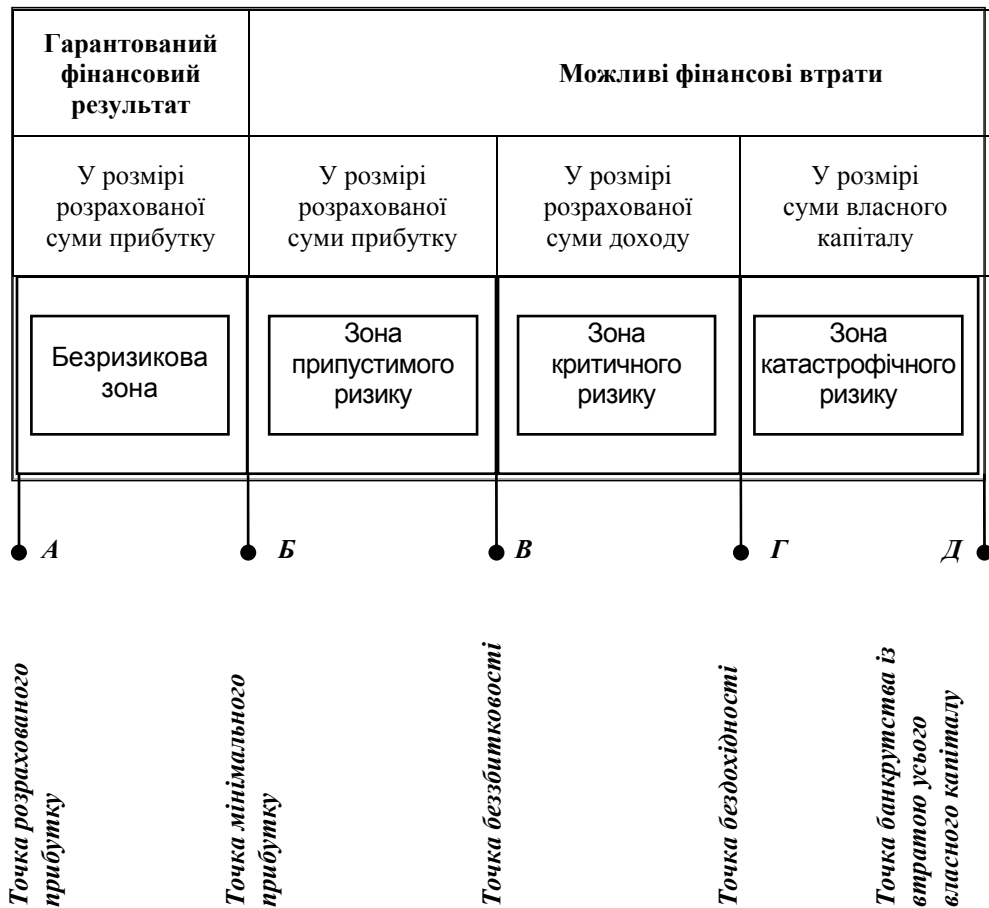


Рис. 18.4. Характеристика різних зон фінансових ризиків

Порівняльна оцінка фінансового ризику передбачає співставлення рівня фінансового ризику (визначеного у процесі його аналізу) зі встановленими цільовими (прийнятними для підприємства) значеннями. Результати такої оцінки є основою для пошуку способів їхньої мінімізації.

4. Оцінка можливостей зниження вихідного рівня фінансових ризиків. Ця оцінка здійснюється послідовно у такі основні стадії:

– на *першій стадії* визначається рівень керованості розглянутих фінансових ризиків. Цей рівень характеризується конкретними факторами, які генерують окремі види фінансових ризиків (їхньою належністю до групи зовнішніх або внутрішніх факторів), наявністю відповідних механізмів їх можливого внутрішнього страхування, можливостями розподілу цих ризиків між партнерами по фінансових операціях тощо;

– на *другій стадії* вивчається можливість передачі розглянутих ризиків страховим компаніям. Для цього визначається, чи є на страховому ринку відповідні види страхових продуктів, оцінюється вартість та інші умови надання страхових послуг;

– на *третьій стадії* оцінюються внутрішні фінансові можливості підприємства по забезпеченню зниження вихідного рівня окремих фінансових ризиків – створенню відповідних резервних грошових фондів, оплаті посередницьких послуг при хеджуванні ризиків, оплаті послуг страхових компаній тощо. При цьому витрати по можливому зниженню вихідного рівня фінансових ризиків зіставляються з очікуваним рівнем дохідності відповідних фінансових операцій.

5. Прийняття ризикових рішень. На основі оцінки вихідного рівня фінансового ризику, можливостей його зниження і встановлених значень гранично припустимого їхнього рівня процедура прийняття ризикових рішень зводиться до двох альтернатив – прийняття фінансового ризику або запобігання йому. Разом з тим, обґрунтування таких альтернатив є досить складним процесом і здійснюється на основі великого арсеналу методів, які розглядаються у наступному розділі.

В окремих випадках на підприємстві може бути встановлена диференціація повноважень фінансових менеджерів різного рівня управління по прийняттю фінансових ризиків, що генерують різний ступінь загрози фінансовій безпеці підприємства.

6. Вибір і реалізація методів нейтралізації можливих негативних наслідків фінансових ризиків. Така нейтралізація покликана забезпечити зниження вихідного рівня прийнятих фінансових ризиків до прийняттого його значення. Процес нейтралізації можливих негативних наслідків фінансових ризиків полягає у розробці і здійсненні підприємством конкретних заходів щодо зменшення ймовірності виникнення окремих видів ризиків і зниження розміру пов'язаних з ними очікуваних фінансових втрат. Ці заходи передбачають використання як внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків, так і їх зовнішнього страхування. У процесі розробки й реалізації заходів по нейтралізації фінансових ризиків забезпечується принцип економічності управління ними. Система методів нейтралізації можливих негативних наслідків фінансових ризиків, використовуваних підприємством, докладно розглядається у спеціальному розділі.

7. Моніторинг та контроль фінансових ризиків. Моніторинг фінансових ризиків підприємства будується у розрізі наступних основних блоків:

- моніторинг факторів, що генерують фінансові ризики;
- моніторинг реалізації заходів по нейтралізації можливих негативних наслідків фінансових ризиків;
- моніторинг бюджету витрат, пов'язаних з управлінням фінансовими ризиками;
- моніторинг результатів здійснення ризикових фінансових операцій і видів фінансової діяльності.

У процесі контролю фінансових ризиків на основі їхнього моніторингу й результатів аналізу при необхідності забезпечується коректування раніше прийнятих управлінських рішень, спрямоване на досягнення передбаченого рівня фінансової безпеки підприємства.

18.3. Методичний інструментарій врахування фактора ризику у фінансових операціях

Концепція врахування впливу фактора інфляції в управлінні різними аспектами фінансової діяльності підприємства полягає в необхідності реального відображення вартості його активів і грошових потоків, а також у забезпеченні відшкодування втрат доходів, викликаних інфляційними процесами, при здійсненні різних фінансових операцій.

Конкретний методичний інструментарій обліку фактора ризику в управлінні фінансами диференціюється таким чином (рис. 18.5):

I. Методичний інструментарій оцінки рівня фінансового ризику є найбільш великим, оскільки містить у собі різноманітні економіко-статистичні, експертні, аналогові методи здійснення такої оцінки. Вибір конкретних методів оцінки визначається наявністю необхідної інформаційної бази і рівнем кваліфікації менеджерів.

1. Економіко-статистичні методи становлять основу проведення оцінки рівня фінансового ризику. До числа основних розрахункових показників такої оцінки відносяться:

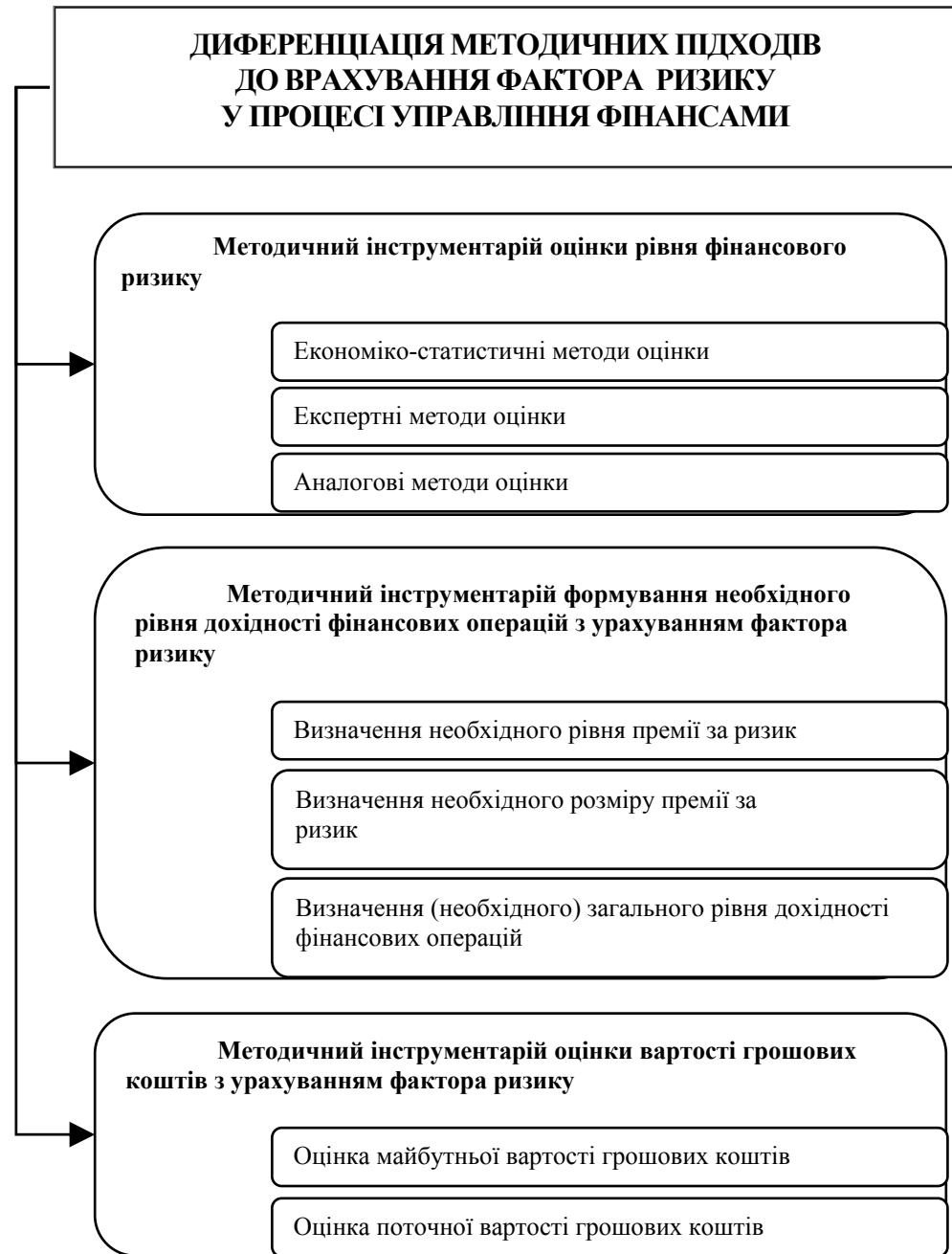


Рис. 18.5. Систематизація основних методичних підходів до врахування фактора ризику у процесі управління фінансовою діяльністю підприємства

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

а) *рівень фінансового ризику* характеризує загальний алгоритм оцінки цього рівня, представлений такою формулою:

$$P_{\text{фр}} = B_{\text{фр}} \cdot PB, \quad (18.1)$$

де $P_{\text{фр}}$ – рівень відповідного фінансового ризику;
 $B_{\text{фр}}$ – вірогідність виникнення даного фінансового ризику;
 PB – розмір можливих фінансових втрат при реалізації цього ризику.

У практиці використання даного алгоритму розмір можливих фінансових втрат виражається зазвичай абсолютною сумою, а ймовірність виникнення фінансового ризику – одним з коефіцієнтів виміру цієї ймовірності (коефіцієнтом варіації, бета-коефіцієнтом тощо). Відповідно рівень фінансового ризику при його розрахунку по даному алгоритму буде виражений абсолютним показником, що істотно знижує базу його порівняння при розгляді альтернативних варіантів;

б) *дисперсія* характеризує ступінь коливання досліджуваного показника (у цьому випадку – очікуваного доходу від здійснення фінансової операції) стосовно його середньої величини. Розрахунок дисперсії здійснюється за такою формулою:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \cdot P_i, \quad (18.2)$$

де σ^2 – дисперсія;
 R_i – конкретне значення можливих варіантів очікуваного доходу по досліджуваній фінансовій операції;
 $\bar{R}$ – середнє очікуване значення доходу по досліджуваній фінансовій операції;
 P_i – можлива частота (вірогідність) отримання окремих варіантів очікуваного доходу по фінансовій операції;
 n – кількість спостережень;

в) *середньоквадратичне (стандартне) відхилення*. Цей показник є одним з найпоширеніших при оцінці рівня індивідуального фінансового ризику, так само як і дисперсія, він визначає ступінь коливання і побудований на її основі. Розраховується за такою формулою:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 \cdot P_i}, \quad (18.3)$$

де σ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення;
 R_i – конкретне значення можливих варіантів очікуваного доходу по досліджуваній фінансовій операції;
 $\bar{R}$ – середнє очікуване значення доходу по досліджуваній фінансовій операції;
 P_i – можлива частота (вірогідність) отримання окремих варіантів очікуваного доходу по фінансовій операції;
 n – кількість спостережень;

г) *коефіцієнт варіації* дозволяє визначити рівень ризику, якщо показники середнього очікуваного доходу від здійснення фінансових операцій різняться між собою. Розрахунок коефіцієнта варіації здійснюється за такою формулою:

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}}, \quad (18.4)$$

де CV – коефіцієнт варіації;
 σ – середньоквадратичне (стандартне) відхилення;
 $\bar{R}$ – середнє очікуване значення доходу по досліджуваній фінансовій операції;

д) *бета-коефіцієнт (або бета)* дозволяє оцінити індивідуальний чи портфельний систематичний фінансовий ризик стосовно рівня ризику фінансового ринку у цілому. Цей показник використовується зазвичай для оцінки ризиків інвестування в окремі цінні папери. Розрахунок цього показника здійснюється за формулою:

$$\beta = \frac{K \cdot \sigma_I}{\sigma_P}, \quad (18.5)$$

де β – бета-коефіцієнт;
 K – ступінь кореляції між рівнем доходності по індивідуальному виду цінних паперів (або по їх портфелю) та середнім рівнем доходності даної групи фондових інструментів по ринку у цілому;

σ_I – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності по індивідуальному виду цінних паперів (або по їх портфелю у цілому);

σ_P – середньоквадратичне (стандартне) відхилення дохідності по фондовому ринку у цілому.

Рівень фінансового ризику окремих цінних паперів визначається на основі наступних значень бета-коефіцієнтів:

$\beta = 1$ – середній рівень;

$\beta > 1$ – високий рівень;

$\beta < 1$ – низький рівень.

2. Експертні методи оцінки рівня фінансового ризику застосовуються у тому випадку, якщо на підприємстві відсутні необхідні інформативні дані для здійснення розрахунків економіко-статистичними методами. Ці методи базуються на опитуванні кваліфікованих фахівців (страхових, фінансових, інвестиційних менеджерів відповідних спеціалізованих організацій) з наступною математичною обробкою результатів цього опитування.

З метою отримання більш розгорнутої характеристики рівня ризику по розглянутій операції опитування варто орієнтувати на окремі види фінансових ризиків, ідентифіковані по даній операції (процентний, валютний, інвестиційний тощо).

У процесі експертної оцінки кожному експертові пропонується оцінити рівень можливого ризику, ґрунтуючись на певній баловій шкалі, наприклад:

– ризик відсутній:	0 балів;
– ризик незначний:	10 балів;
– ризик нижче середнього рівня:	30 балів;
– ризик середнього рівня:	50 балів;
– ризик вище середнього рівня:	70 балів;
– ризик високий:	90 балів;
– ризик дуже високий:	100 балів.

3. Аналогові методи оцінки рівня фінансового ризику дозволяють визначити рівень ризиків по окремих найбільш масових фінансових операціях підприємства. При цьому для порівняння може бути використаний як власний, так і зовнішній досвід здійснення таких фінансових операцій.

II. Методичний інструментарій формування необхідного рівня дохідності фінансових операцій з урахуванням фактора ризику дозволяє забезпечити чітку кількісну пропорційність цих двох показників у процесі управління фінансовою діяльністю підприємства.

1. При визначенні необхідного рівня премії за ризик використовується така формула:

$$RP_{\Pi} = (\overline{R_{\Pi}} - A_{\Pi}) \cdot \beta, \quad (18.6)$$

де RP_{Π} – рівень премії за ризик по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту;
 $\overline{R_{\Pi}}$ – середня норма дохідності на фінансовому ринку;
 A_{Π} – безризикова норма дохідності на фінансовому ринку;
 β – бета-коефіцієнт, що характеризує рівень систематичного ризику по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту.

Рівень премії за ризик зростає пропорційно зростанню бета-коефіцієнта, тобто рівня систематичного ризику.

2. При визначенні необхідного розміру премії за ризик використовується така формула:

$$RP_S = SI \cdot RP_{\Pi}, \quad (18.7)$$

де RP_S – сума премії за ризик по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту за теперішньою вартістю;
 SI – вартість (котирована ціна) конкретного фінансового (фондового) інструмента;
 RP_{Π} – рівень премії за ризик по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту, виражений десятковим дробом.

3. При визначенні (необхідного) загального рівня дохідності фінансових операцій з урахуванням фактора ризику використовується така формула:

$$RD_{\Pi} = A_{\Pi} \cdot RP_{\Pi}, \quad (18.8)$$

де RD_{Π} – загальний рівень дохідності по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту з урахуванням фактора ризику;

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

A_{Π} – безризикова норма дохідності на фінансовому ринку;
 RP_{Π} – рівень премії за ризик по конкретному фінансовому (фондовому) інструменту.

При визначенні рівня надлишкової дохідності (премії за ризик) усього портфеля цінних паперів на одиницю його ризику використовується «коефіцієнт Шарпа», який визначається за такою формулою:

$$S_p = \frac{RD_{\Pi} - A_{\Pi}}{\sigma(RD_{\Pi} - A_{\Pi})}, \quad (18.9)$$

де S_p – коефіцієнт Шарпа, який вимірює надлишкову дохідність портфеля на одиницю ризику, що характеризується середньоквадратичним (стандартним) відхиленням цієї надлишкової дохідності;

RD_{Π} – загальний рівень дохідності портфеля;

A_{Π} – рівень дохідності по безризиковому фінансовому інструменту інвестування;

σ – середньоквадратичне відхилення надлишкової дохідності.

Викладений вище методичний інструментарій формування необхідного рівня дохідності фінансових операцій з урахуванням фактора ризику побудований на «Моделі оцінки фінансових активів», яка розроблена У. Шарпом. Графічну інтерпретацію цієї моделі становить графік «Лінії дохідності цінних паперів» (рис. 18.6).

Окремі точки на «Лінії дохідності цінних паперів» показують необхідний рівень дохідності по цінному паперу (з урахуванням премії за ризик) залежно від рівня систематичного ризику по ньому, що вимірюється *бета-коефіцієнтом*.

III. Методичний інструментарій оцінки вартості грошових коштів з урахуванням фактора ризику надає можливість здійснювати розрахунки як майбутньої, так і теперішньої їх вартості із забезпеченням необхідного рівня премії за ризик.

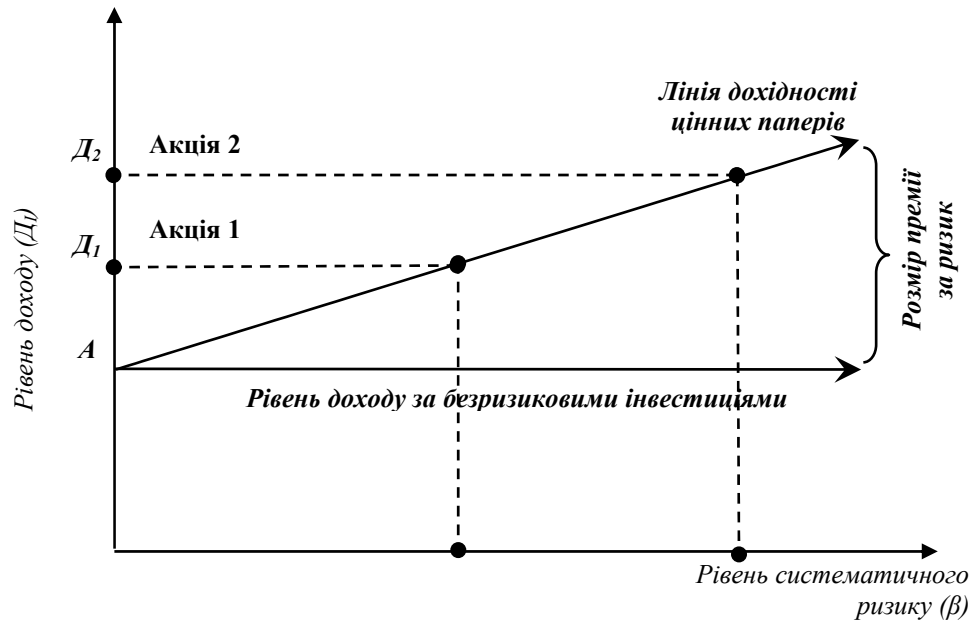


Рис. 18.6. Графік «Лінії дохідності цінних паперів»

1. При оцінці майбутньої вартості грошових коштів з урахуванням фактора ризику використовується така формула:

$$S_R = P \cdot [(1 + A_{\Pi}) \cdot (1 + RP_{\Pi})]^n, \quad (18.10)$$

- де S_R — майбутня вартість внеску (грошових коштів), яка враховує фактор ризику;
 P — первісна сума внеску;
 A_{Π} — безризикова норма дохідності на фінансовому ринку, виражена десятковим дробом;
 RP_{Π} — рівень премії за ризик по конкретному фінансовому інструменту (фінансовій операції), виражений десятковим дробом;
 n — кількість інтервалів, по яких здійснюється кожен конкретний платіж, у загальному обумовленому періоді часу.

2. При оцінці поточної вартості грошових коштів з урахуванням фактора ризику використовується наступна формула:

$$P_R = \frac{S_R}{[(1 + A_{\Pi}) \cdot (1 + RP_{\Pi})]^n}, \quad (18.11)$$

- де P_R – поточна вартість внеску (грошових коштів), яка враховує фактор ризику;
 S_R – очікувана майбутня вартість внеску (грошових коштів);
 A_{Π} – безризикова норма дохідності на фінансовому ринку, виражена десятковим дробом;
 RP_{Π} – рівень премії за ризик по конкретному фінансовому інструменту (фінансовій операції), виражений десятковим дробом;
 n – кількість інтервалів, по яких здійснюється кожен конкретний платіж, у загальному обумовленому періоді часу.

В останнє десятиліття отримала розвиток нова методологія оцінки міри фінансового ризику на основі використання показника «вартість ризику» або «вартість під ризиком» [value-at-risk, VAR]. Початок впровадження цієї нової методології оцінки міри ризику у практику пов'язується з директивою Європейської Ради від 1993 р. (ЕЕС-6-93), що пропонує фінансовим інститутам (у першу чергу банкам, інвестиційним і страховим компаніям) установлювати обов'язкове резервування капіталу для забезпечення ринкових (систематичних) фінансових ризиків на основі розрахунку показника VAR за запропонованою нею методикою. Згодом (у 1995 р.) Базельський комітет з нагляду за банками дозволив комерційним банкам застосовувати власний методичний інструментарій розрахунку показника VAR.

«Вартість під ризиком» [VAR] є показником статистичної оцінки вираженого у грошовій формі максимально можливого розміру фінансових втрат при встановленому виді розподілу ймовірності факторів, які впливають на вартість активів (інструментів), а також заданому рівні ймовірності виникнення цих втрат протягом розрахункового періоду часу.

З наведеного визначення видно, що основу методології розрахунку показника «вартість під ризиком» [VAR] становлять три основні елементи.

- 1. Вид розподілу ймовірностей ризикових факторів, що впливають на вартість активів (інструментів) або їхнього сукупного портфеля.** Такими видами можуть бути нормальний розподіл, розподіл Лапласа,

Стюдента та інших. Саме тому для визначення використовуваного виду розподілу ймовірностей попередньо має бути проведене статистичне дослідження впливу зміни ризикового фактора на зміну вартості окремого активу або всього їх портфеля.

- 2. Рівень імовірності того, що максимально можливий розмір фінансових втрат не перевищить розрахункове значення цього показника.** У термінології фінансового ризик-менеджменту така задана ймовірність характеризується терміном довірчий рівень [confidence level]. Конкретне значення довірчого рівня для моделі з показника VAR вибирається менеджером, виходячи з його ризикових переваг. У сучасній практиці фінансового ризик-менеджменту цей рівень, зазвичай, встановлюється у межах 95–99%.
- 3. Розрахунковий період часу його оцінки** (або конкретний часовий горизонт, у межах якого оцінюються майбутні можливі фінансові втрати). У термінології фінансового ризик-менеджменту такий відрізок часу характеризується терміном «період підтримки позиції» [holdingperiod]. У сучасній практиці фінансового ризик-менеджменту цей період визначають, як правило, за одним з наступних двох критеріїв: передбачуваного періоду володіння розглянутим активом (тобто часу його втримання у портфелі підприємства) або рівня його ліквідності (реального строку його конверсії у грошову форму без втрати своєї поточної ринкової вартості).

Сучасний методичний інструментарій оцінки «вартість під ризиком» [VAR] використовує низку методів конкретних обчислень цього показника. Основними з цих методів є:

1. Аналітичний (або параметричний) метод ґрунтується на припущенні про нормальний розподіл ймовірностей розглянутих факторів ризику і вимагає у процесі побудови моделі розрахунку VAR лише оцінки параметрів цього розподілу. Після такої оцінки, яка ґрунтується на результатах статистичного дослідження, обчислення показника VAR здійснюється шляхом множення отриманих стандартних відхилень на відповідний вибраному довірчому рівню розрахунковий коефіцієнт (система таких коефіцієнтів для кожного довірчого рівня визначена математичним шляхом і представлена у вигляді певної таблиці обчислень).

2. Метод історичного моделювання (або моделювання за історичними даними) дозволяє оцінювати вартість фінансового ризику за межами нормального розподілу ймовірностей розглянутих факторів ризику, але припускає наявність великої статистичної бази даних по

кожному із цих факторів. Він ґрунтується на припущенні про стаціонарність коливань кон'юнктури фінансового ринку й факторів ризику, які ним генеруються, тобто виходить із того, що протягом розглянутого періоду підтримки позиції коливанням кон'юнктури ринку будуть властиві ті самі закономірності, що й у минулому історичному періоді.

3. Метод імітаційного моделювання (або метод Монте-Карло). В основі цього методу знаходиться багаторазова (така, що може мати до десятків тисяч варіантів, при достатності комп'ютерних ресурсів) імітація умов генерування факторів ризику та їх відбитті на зміні вартості окремих фінансових інструментів або їх сукупного портфеля. Така імітація має випадковий характер, але у межах заданих параметрів. Подібне штучне моделювання факторів ризику дозволяє обирати будь-який вид розподілу їхніх ймовірностей і дозволяє досягти найбільшої точності розрахунків вартості під ризиком [VAR].

Оцінка вартості фінансових ризиків на основі методології розрахунку показника VAR дозволяє не тільки більш повно визначати міру цих ризиків, але й використати її для нейтралізації й контролю цих ризиків на підприємстві.

Проведений огляд показує, що методичний інструментарій врахування фактора ризику в управлінні фінансовою діяльністю підприємства є достатньо широким і дозволяє вирішувати різноманітні завдання у цій сфері фінансового менеджменту.

18.4. Методи обґрунтування управлінських рішень в умовах ризику й невизначеності

Обґрунтування й вибір конкретних управлінських рішень, пов'язаних з фінансовими ризиками, базується на концепції і методології «теорії прийняття рішень». Ця теорія припускає, що рішенням, пов'язаним з ризиком, завжди властиві елементи невідомості конкретної поведінки вихідних параметрів, які не дозволяють чітко детермінувати значення кінцевих результатів цих рішень. Залежно від ступеня невизначеності майбутньої поведінки вихідних параметрів прийняття рішень розрізняють «умови ризику», в яких вірогідність настання окремих подій, що впливають на кінцевий результат, може бути встановлена з тим або іншим ступенем точності, і умови невизначеності, у яких через відсутність необхідної інформації така ймовірність не може бути встановлена.

Теорія прийняття рішень в умовах ризику й невизначеності ґрунтується на таких вихідних положеннях:

1. *Об'єкт ухвалення рішення чітко детермінований і по ньому відомі основні з можливих факторів ризику.* У фінансовому менеджменті такими об'єктами є окрема фінансова операція, конкретний вид цінних паперів, група взаємовиключних реальних інвестиційних проектів тощо.

2. *За об'єктом ухвалення рішення обрано показник, який щонайкраще характеризує ефективність цього рішення.* По короткострокових фінансових операціях таким показником обирається зазвичай сума або рівень чистого прибутку, а по довгострокових – чистий приведений дохід або внутрішня ставка дохідності.

3. *За об'єктом ухвалення рішення обрано показник, який характеризує рівень його ризику.* Фінансові ризики характеризуються, як правило, ступенем можливого відхилення очікуваного показника ефективності (чистого прибутку, чистого приведенного доходу тощо) від середньої або очікуваної його величини.

4. *Кінцева кількість альтернатив ухвалення рішення* (кінцева кількість альтернативних реальних інвестиційних проектів, конкретних цінних паперів, способів здійснення певної фінансової операції тощо).

5. *Кінцева кількість ситуацій розвитку події під впливом зміни факторів ризику.* У фінансовому менеджменті кожна з таких ситуацій характеризує один із можливих майбутніх станів зовнішнього фінансового середовища під впливом змін окремих факторів ризику. Число таких ситуацій у процесі прийняття рішень має бути детермінованим у діапазоні від край сприятливих (найбільш оптимістична ситуація) до край несприятливих (найбільш песимістична ситуація).

6. *По кожному сполученню альтернатив прийняття рішень і ситуацій розвитку події може бути визначений кінцевий показник ефективності рішення* (конкретне значення суми чистого прибутку, чистого приведенного доходу і тому подібне, що відповідає даному сполученню).

7. *По кожній із розглянутих ситуацій можлива або неможлива оцінка ймовірності її реалізації.* Можливість здійснення оцінки ймовірності розділяє усю систему ризикових рішень, які приймаються, на раніше розглянуті умови їхнього обґрунтування («умови ризику» або «умови невизначеності»).

8. *Вибір рішення здійснюється за найкращою з розглянутих альтернатив.*

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

Методологія теорії ухвалення рішення в умовах ризику й невизначеності припускає побудову у процесі обґрунтування ризикових рішень так званої «матриці рішень», що має вигляд, представлений у табл. 18.4.

Таблиця 18.4

«Матриця рішень», що будується у процесі ухвалення рішення в умовах ризику або невизначеності

Варіанти альтернатив прийняття рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій			
	C_1	C_2	...	C_n
A_1	E_{11}	E_{12}		E_{1n}
A_2	E_{21}	E_{22}		E_{2n}
...				
A_n	E_{n1}	E_{n2}		E_{nn}

У наведеній матриці значення $A_1; A_2; \dots; A_n$ характеризують кожен з варіантів альтернатив ухвалення рішення; значення $C_1; C_2; \dots; C_n$ – кожен з можливих варіантів ситуації розвитку подій; значення $E_{11}; E_{12}; E_{1n}; E_{21}; E_{22}; E_{2n}; E_{n1}; E_{n2}; \dots; E_{nn}$ – конкретний рівень ефективності рішення, що відповідає певній альтернативі при певній ситуації.

Наведена матриця рішень характеризує один з її видів, що позначається як «матриця виграшів», бо вона розглядає показник ефективності. Можлива побудова матриці рішень та іншого виду, що позначається як «матриця ризиків», у якій замість показника ефективності використовується показник фінансових втрат, котрі відповідають певним сполученням альтернатив прийняття рішень і можливих ситуацій розвитку подій.

На основі зазначеної матриці розраховується найкраще з альтернативних рішень за обраним критерієм. Методика цього розрахунку диференціюється для умов ризику й умов невизначеності.

I. Прийняття рішень в умовах ризику ґрунтується на тому, що кожній можливій ситуації розвитку подій може бути задана певна вірогідність її здійснення. Це дозволяє зважити кожне з конкретних значень ефективності по окремих альтернативах на значення ймовірності і отримати на цій основі інтегральний показник рівня ризику, що відповідає кожній з альтернатив прийняття рішень. Порівняння цього інтегрального показника по окремих альтернативах дозволяє обрати для реалізації ту із

них, що приводить до обраної мети (заданого показника ефективності) з найменшим рівнем ризику.

Оцінка ймовірності реалізації окремих ситуацій розвитку подій може бути отримана експертним шляхом.

У межах кожної з альтернатив прийняття рішень окремі значення ефективності з урахуванням їх імовірності розглядаються як випадкові змінні, що підпорядковуються певному закону розподілу ймовірностей. Розподіл ймовірностей є набором значень, які може приймати випадкова змінна (у цьому випадку – ефективність рішень) при відповідній імовірності можливих ситуацій розвитку подій.

Для більшості фінансових операцій характерним є нормальний розподіл ймовірностей (розподіл Гаусса), хоча у практиці оцінки ризику окремих реальних інвестиційних проектів можуть використовуватися й інші їхні види (розподіл Лапласа, розподіл Стюдента, трикутний розподіл).

При побудові матриці рішень із урахуванням імовірності реалізації окремих ситуацій можуть бути використані методи аналізу сценаріїв, імітаційного моделювання, дерева рішень та інші.

Виходячи з матриці рішень, побудованої в умовах ризику з урахуванням імовірності реалізації окремих ситуацій, розраховується інтегральний рівень ризику по кожній з альтернатив прийняття рішень.

II. Прийняття рішень в умовах невизначеності ґрунтується на тому, що ймовірності різних варіантів ситуацій розвитку подій невідомі суб'єктові, котрий приймає ризикове рішення. У цьому випадку при виборі альтернативи прийнятого рішення суб'єкт керується, з одного боку, своєю ризиковою перевагою, а з іншого, – відповідним критерієм вибору з усіх альтернатив по складеній ним «матриці рішень».

Основні критерії, що використовуються у процесі прийняття рішень в умовах невизначеності, представлені на рис. 18.7.

Критерій Вальда (або критерій «максі міна») припускає, що із усіх можливих варіантів «матриці рішень» вибирається та альтернатива, яка з усіх найнесприятливіших ситуацій розвитку події (що мінімізує значення ефективності) має найбільше з мінімальних значень (тобто значення ефективності, краще з усіх гірших або максимальне з усіх мінімальних). Приклад вибору альтернативи ризикового рішення за цим критерієм наведений у табл. 18.5.

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

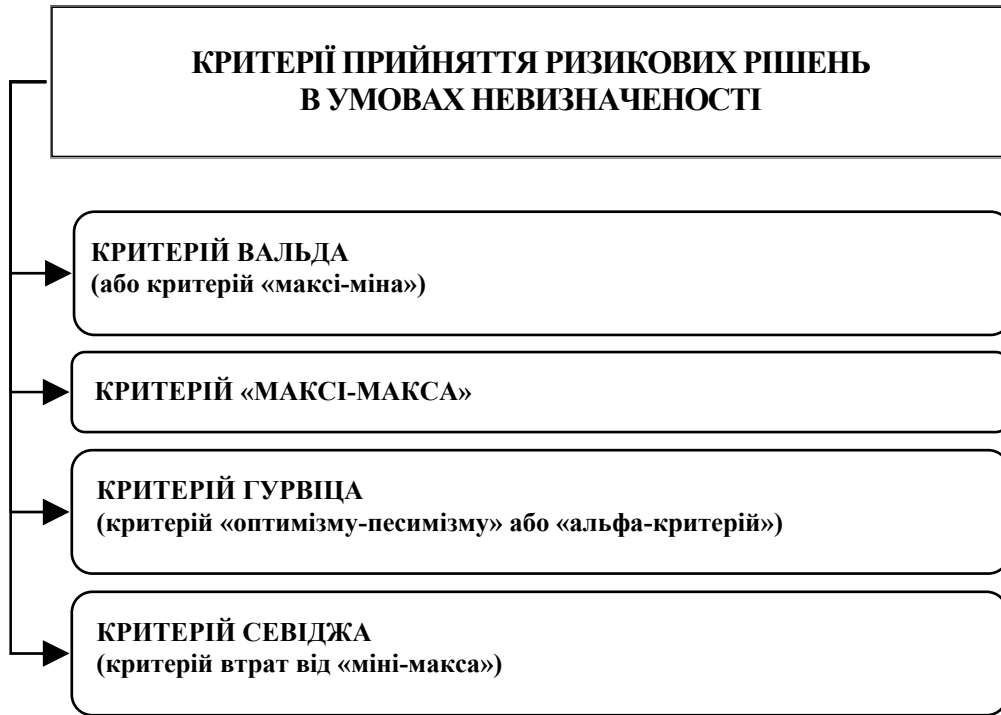


Рис. 18.7. Система основних критеріїв, використовуваних у процесі прийняття ризикових рішень в умовах невизначеності

Таблиця 18.5

**Вибір оптимального ризикового рішення за критерієм Вальда
(критерієм «максі-міна») на основі «матриці рішень»**

Варіанти альтернатив прийняття рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій				Мінімальне значення дохідності
	C_1	C_2	C_3	C_4	
A_1	200	160	130	150	130
A_2	160	140	155	175	140
A_3	170	160	125	115	115
A_4	160	145	110	180	110

Як видно з наведеної таблиці, оптимальна альтернатива ризикового рішення в умовах невизначеності за критерієм Вальда (критерієм «максі міна») перебуває у затіненому полі й відповідає 140 ум. грош. од. (це значення ефективності є максимальним з усіх мінімальних її значень при найгірших варіантах ситуацій).

Критерієм Вальда (критерієм «максі міна») керується при виборі ризикових рішень в умовах невизначеності, як правило, суб'єкт, не схильний до ризику або той, що розглядає можливі ситуації як песиміст.

Критерій «максімакса» припускає, що з усіх можливих варіантів «матриці рішень» вибирається та альтернатива, яка з усіх найсприятливіших ситуацій розвитку подій (що максимізує значення ефективності) має найбільше з максимальних значень (тобто значення ефективності краще з усіх кращих або максимальне з максимальних). Приклад вибору альтернативи ризикового рішення за цим критерієм наведений у табл. 18.6.

Таблиця 18.6

**Вибір оптимального ризикового рішення
за критерієм «максі-макса» на основі «матриці рішень»**

Варіанти альтернатив прийняття рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій				Мінімальне значення дохідності
	C_1	C_2	C_3	C_4	
A_1	200	160	130	150	200
A_2	160	140	155	175	175
A_3	170	160	125	115	170
A_4	160	145	110	180	180

З наведеної таблиці видно, що оптимальна альтернатива ризикового рішення в умовах невизначеності за критерієм «максі-макс», що перебуває у затіненому полі, відповідає 200 ум. грош. од. (це значення ефективності є максимальним з усіх максимальних її значень при найкращих варіантах ситуацій)

Критерій «максі макс» використовують при виборі ризикових рішень в умовах невизначеності, як правило, суб'єкти, схильні до ризику, чи ті, які розглядають можливі ситуації як оптимісти.

Критерій Гурвіца (критерій «оптимізму-песимізму» або «альфа-критерій») дозволяє керуватися при виборі ризикового рішення в умовах невизначеності деяким середнім результатом ефективності, що

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

перебуває у полі між значеннями за критеріями «максімакса» і «максіміна» (поле між цими значеннями зв'язане за допомогою опуклої лінійної функції). Оптимальна альтернатива рішення за критерієм Гурвіца визначається на основі такої формули:

$$A_i = \alpha \cdot E_{\max_i} + (1 - \alpha) \cdot E_{\min_i}, \quad (18.12)$$

- де
- A_i – середньозважена ефективність за критерієм Гурвіца для конкретної альтернативи;
 - α – альфа-коефіцієнт, що приймається з урахуванням ризикової переваги у межах від 0 до 1 (значення, що наближаються до нуля, характерні для суб'єкта, не схильного до ризику; значення рівне 0,5 характерне для суб'єкта, нейтрального до ризику; значення, що наближаються до одиниці, характерні для суб'єкта, схильного до ризику);
 - $E_{\max_i}$ – максимальне значення ефективності по конкретній альтернативі;
 - $E_{\min_i}$ – мінімальне значення ефективності по конкретній ініціативі.

Приклад вибору альтернативи ризикового рішення за критерієм Гурвіца зі значенням «альфа-коефіцієнта», що дорівнює 0,5, наведений у табл. 18.7.

Таблиця 18.7

Вибір оптимального ризикового рішення за критерієм Гурвіца на основі раніше розглянутих «матриць рішень»

Варіанти альтернатив прийняття рішень	Альфа-коефіцієнт (α)	$E_{\max_i}$	$\alpha \cdot E_{\max_i}$	(1- α)	$E_{\min_i}$	(1- α) $E_{\min_i}$	A_i
A_1	0,5	200	100	0,5	130	65	165
A_2	0,5	175	87,5	0,5	140	70	157,5
A_3	0,5	170	85	0,5	115	57,5	142,5
A_4	0,5	180	90	0,5	110	55	145

Як видно з наведеної таблиці, оптимальна альтернатива ризикового рішення за критерієм Гурвіца перебуває у затіненому полі. Його середньозважена ефективність становить 165 ум. грош. од. Це значення ефективності є найбільшим серед усіх середніх її значень, зважених за альфа-коефіцієнтом.

Критерій Гурвіца використовують при виборі ризикових рішень в умовах невизначеності ті суб'єкти, які хочуть максимально точно ідентифікувати ступінь своїх конкретних ризикових переваг шляхом заданого значення альфа-коефіцієнта.

Критерій Севіджа (критерій втрат від «мінімакса») припускає, що з усіх можливих варіантів «матриці рішень» вибирається та альтернатива, що мінімізує розміри максимальних втрат по кожному з можливих рішень. При використанні цього критерію «матриця рішення» перетвориться у «матрицю втрат» (один з варіантів «матриці ризику»), у якій замість значень ефективності проставляються розміри втрат при різних варіантах розвитку подій. Приклад вибору альтернативи ризикового рішення за критерієм Севіджа (критерію втрат від «мінімакса») наведений у табл. 18.8.

Таблиця 18.8

Вибір оптимального ризикового рішення за критерієм Севіджа на основі «матриці втрат»

Варіанти альтернатив прийняття рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій				Максимальне значення втрат (P _{max})
	C_1	C_2	C_3	C_4	
A_1	23	24	11	0	32
A_2	4	18	21	12	21
A_3	29	32	30	37	37
A_4	6	19	14	24	24

З наведеної таблиці видно: альтернатива ризикового рішення в умовах невизначеності за критерієм Севіджа, що перебуває у затіненому полі, має значення втрат, рівне 21 ум. грош. од. Це значення є найменшим з усіх максимальних значень втрат по кожній альтернативі при найгіршому варіанті ситуацій розвитку подій.

Критерій Севіджа використовується при виборі ризикових рішень в умовах невизначеності як правило, суб'єктами, не схильними до ризику.

Розглянуті методи прийняття ризикових рішень в умовах ризику й невизначеності є найбільш типовими і не охоплюють усе їхнє різноманіття, використовуване у сучасному ризик-менеджменті. У спеціальній літературі викладаються й інші більш складні методи оцінки ризику при рішенні конкретних завдань.

Глава 19

МЕХАНІЗМИ НЕЙТРАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ

19.1. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків

У системі методів управління фінансовими ризиками підприємства основна роль належить внутрішнім механізмам їх нейтралізації.

Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків є системою методів мінімізації їхніх негативних наслідків, які обираються і здійснюються у межах самого підприємства.

Основними об'єктами використання внутрішніх механізмів нейтралізації є, як правило, усі види припустимих фінансових ризиків, значна частина ризиків критичної групи, а також катастрофічні ризики, котрі не підлягають страхуванню, якщо вони приймаються підприємством у силу об'єктивної необхідності. У сучасних умовах внутрішні механізми нейтралізації охоплюють переважну частину фінансових ризиків підприємства.

Перевагою використання внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків є висока ступінь альтернативності прийнятих управлінських рішень, що не залежать, як правило, від інших суб'єктів господарювання. Вони виходять із конкретних умов здійснення фінансової діяльності підприємства та його фінансових можливостей, дозволяють найбільшим чином врахувати вплив внутрішніх факторів на рівень фінансових ризиків у процесі нейтралізації їхніх негативних наслідків.

Система внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків передбачає використання наступних основних методів (рис. 19.1).

1. Запобігання ризику. Цей напрям нейтралізації фінансових ризиків є найбільш радикальним. Він полягає у розробці таких заходів внутрішнього характеру, які повністю виключають конкретний вид фінансового ризику.

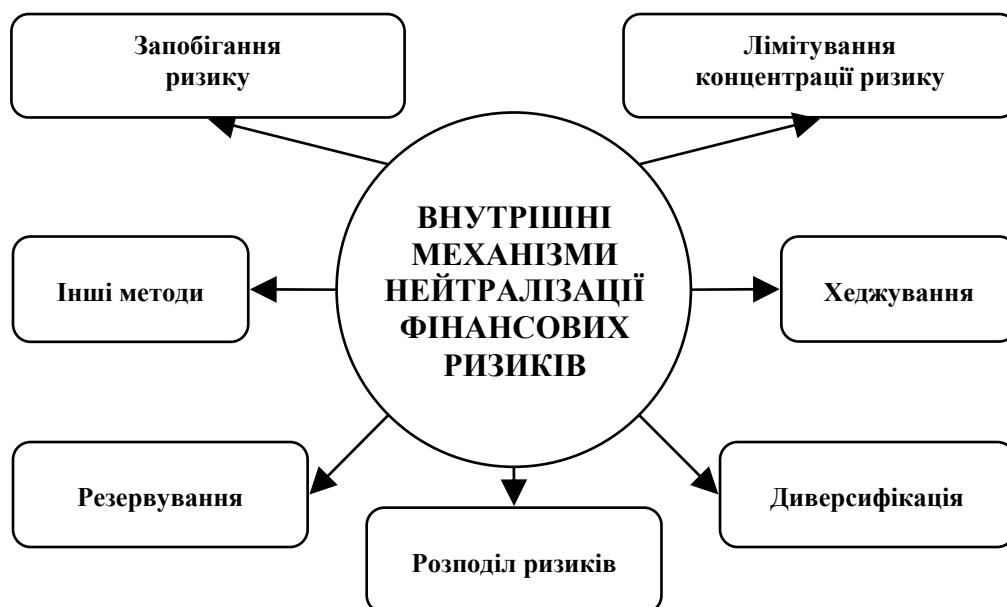


Рис. 19.1. Система внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків підприємства

До числа основних з таких заходів відносяться:

- відмова від здійснення фінансових операцій, рівень ризику по яких надмірно високий. Незважаючи на високу ефективність цього заходу, його використання має обмежений характер, оскільки більшість фінансових операцій пов'язана зі здійсненням основної виробничо-комерційної діяльності підприємства, що забезпечує регулярне надходження доходів і формування його прибутку;
- відмова від продовження господарських відносин з партнерами, що систематично порушують контрактні зобов'язання. Таке формулювання запобігання ризику є одним з найефективніших і найпоширеніших. Підприємство має систематично аналізувати стан виконання партнерами зобов'язань по укладених контрактах, виявляти причини їх невиконання окремими господарючими суб'єктами і за результатами аналізу періодично здійснювати необхідну ротацію партнерів по господарських операціях;

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

- *відмова від використання високих обсягів позикового капіталу.*

Зниження частки позикових фінансових засобів у господарському обороті дозволяє уникнути одного з найбільш істотних фінансових ризиків – втрати фінансової стійкості підприємства. Разом з тим, таке запобігання ризику спричиняє зниження ефекту фінансового левериджу, тобто можливості отримання додаткової суми прибутку на вкладений капітал;

- *відмова від надмірного використання оборотних активів у низьколіквідних формах.* Підвищення рівня ліквідності цих активів дозволяє уникнути ризику неплатоспроможності підприємства у майбутньому періоді. Однак таке запобігання ризику позбавляє підприємство додаткових доходів від розширення обсягів продажу продукції у кредит і частково породжує нові ризики, пов'язані з порушенням ритмічності операційного процесу через зниження розміру страхових запасів сировини, матеріалів, готової продукції;

- *відмова від використання тимчасово вільних грошових активів у короткострокових фінансових інвестиціях.* Цей захід дозволяє уникнути депозитного й процентного ризику, однак породжує втрати від інфляційного ризику, а також ризику упущеної вигоди.

Перераховані та інші форми запобігання фінансовому ризику, незважаючи на свій радикалізм, у відкиданні окремих їхніх видів позбавляють підприємство додаткових джерел формування прибутку, а, відповідно, негативно впливають на темпи його економічного розвитку та ефективність використання власного капіталу. Саме тому у системі внутрішніх механізмів нейтралізації ризиків їх запобігання має здійснюватися достатньо виважено при таких основних умовах:

- якщо відмова від одного фінансового ризику не тягне виникнення іншого ризику більш високого або однозначного рівня;
- якщо рівень ризику неспівставний з рівнем доходності фінансової операції по шкалі «прибутковість-ризик»;
- якщо фінансові втрати по даному виду ризику перевищують можливості їхнього відшкодування за рахунок власних фінансових ресурсів підприємства;
- якщо розмір доходу від операції, що генерує певні види ризику, є несуттєвим, тобто займає незначну питому вагу у позитивному грошовому потоці підприємства;
- якщо фінансові операції не характерні для фінансової діяльності підприємства, мають інноваційний характер і по них відсутня інформаційна база, необхідна для визначення рівня фінансових ризиків і прийняття відповідних управлінських рішень.

2. Лімітування концентрації ризику. Механізм лімітування концентрації фінансових ризиків використовується зазвичай по тих їх видах, які виходять за межі припустимого їхнього рівня, тобто по фінансових операціях, здійснюваних у зоні критичного або катастрофічного ризику. Таке лімітування реалізується шляхом установлення на підприємстві відповідних внутрішніх фінансових нормативів у процесі розробки політики здійснення різних аспектів фінансової діяльності.

Система фінансових нормативів, що забезпечують лімітування концентрації ризиків, може включати:

- *граничний розмір (питому вагу) позикових коштів, використовуваних у господарській діяльності.* Цей ліміт установлюється роздільно для операційної та інвестиційної діяльності підприємства, а у ряді випадків – і для окремих фінансових операцій (фінансування реального інвестиційного проекту; фінансування формування оборотних активів тощо);

- *мінімальний розмір (питома вага) активів у високоліквідній формі.* Цей ліміт забезпечує формування так званої «ліквідної подушки», що характеризує розмір резервування високоліквідних активів з метою майбутнього погашення невідкладних фінансових зобов'язань підприємства. У якості «ліквідної подушки» у першу чергу виступають короткострокові фінансові інвестиції підприємства, а також короткострокові форми його дебіторської заборгованості;

- *максимальний розмір товарного (комерційного) або споживчого кредиту, що надається одному покупцеві.* Розмір кредитного ліміту, спрямований на зниження концентрації кредитного ризику, установлюється при формуванні політики надання товарного кредиту покупцям продукції;

- *максимальний розмір депозитного внеску, розміщеного в одному банку.* Лімітування концентрації депозитного ризику у цій формі здійснюється у процесі використання даного фінансового інструменту інвестування капіталу підприємства;

- *максимальний розмір вкладення коштів у цінні папери одного емітента.* Ця форма лімітування спрямована на зниження концентрації несистематичного (специфічного) фінансового ризику при формуванні портфеля цінних паперів. Для низки інституціональних інвесторів цей ліміт установлюється у процесі державного регулювання їхньої діяльності у системі обов'язкових нормативів;

- *максимальний період відволікання коштів у дебіторську заборгованість.* За рахунок цього фінансового нормативу забезпечується лімітування ризику неплатоспроможності, інфляційного ризику, а також кредитного ризику.

Лімітування концентрації фінансових ризиків є одним з найпоширеніших внутрішніх механізмів ризик-менеджменту, що реалізує фінансову ідеологію підприємства у частині прийняття ризиків і не потребує високих витрат.

3. Хеджування. Цей термін використовується у фінансовому менеджменті в широкому й вузькому прикладному значенні. У широкому тлумаченні термін хеджування характеризує процес використання будь-яких механізмів зменшення ризику можливих фінансових втрат – як внутрішніх (здійснюваних самим підприємством), так і зовнішніх (передачу ризиків іншим господарюючим суб'єктам – страховикам). У вузькому прикладному значенні термін хеджування характеризує внутрішній механізм нейтралізації фінансових ризиків, який ґрунтується на використанні відповідних видів фінансових інструментів (як правило, похідних цінних паперів – деривативів). У подальшому термін хеджування буде використовуватися у цьому прикладному його значенні.

Хеджування фінансових ризиків шляхом здійснення відповідних операцій з похідними цінними паперами є високоефективним механізмом зменшення можливих фінансових втрат при настанні ризикової події. Однак воно вимагає певних витрат на виплату комісійної винагороди брокерам, премій по опціонах тощо. Проте рівень цих витрат значно нижчий, аніж рівень витрат по зовнішньому страхуванню фінансових ризиків. Різноманітні форми хеджування фінансових ризиків уже отримали поширення у практиці вітчизняного ризик-менеджменту.

Залежно від використовуваних видів похідних цінних паперів розрізняють наступні механізми хеджування фінансових ризиків:

- *хеджування з використанням ф'ючерсних контрактів* характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків по операціях на товарній або фондовій біржах шляхом проведення протилежних угод з різними видами біржових контрактів. Операція хеджування з використанням ф'ючерсних контрактів вимагає здійснення трьох видів біржових угод:

- 1) купівлю (продаж) реального активу або цінних паперів з поставкою у майбутньому періоді (форвардна біржова угода);

- 2) продаж (або відповідно купівлю) ф'ючерсних контрактів на аналогічну кількість активів або цінних паперів (відкриття позиції по ф'ючерсних контрактах);

- 3) ліквідацію позиції по ф'ючерсних контрактах у момент поставки реального активу або цінних паперів шляхом здійснення зворотної (офсетної) угоди з ними.

Перші два види біржових угод здійснюються у початковій стадії нейтралізації фінансового ризику, а третій їх вид – у стадії завершення. Принцип механізму хеджування з використанням ф'ючерсних контрактів ґрунтується на тому, що коли підприємство зазнає фінансових втрат через зміну цін до моменту поставки як продавець реального активу або цінних паперів, то воно виграє у тих же розмірах як покупець ф'ючерсних контрактів на таку ж кількість активів або цінних паперів і навпаки. У зв'язку із цим у механізмі нейтралізації фінансових ризиків даної групи розрізняють два види операцій з використанням ф'ючерсних контрактів – хеджування покупкою й хеджування продажем цих контрактів;

- *хеджування з використанням опціонів* характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків по операціях із цінними паперами, валютою, реальними активами або іншими видами деривативів. В основі цієї форми хеджування лежить угода із премією (опціоном), що сплачується за право (але не зобов'язання) продати або купити протягом передбаченого опціонним контрактом строку цінний папір, валюту, реальний актив або дериватив в обумовленій кількості і по заздалегідь обговореній ціні. У механізмі нейтралізації фінансових ризиків з використанням цього виду похідних цінних паперів розрізняють хеджування на основі опціону на покупку (який дає право покупки за обговореною ціною); опціону на продаж (котрий дає право продажу за обговореною ціною); подвійного опціону або «стелаж» (який дає одночасне право покупки або продажу відповідного фінансового або реального активу за погодженою ціною). Ціна, що підприємство виплачує за придбання опціону, по суті є страховою премією, яку сплачує;

- *хеджування з використанням операції «своп»* характеризує механізм нейтралізації фінансових ризиків по операціях з валютою, цінними паперами, борговими фінансовими зобов'язаннями підприємства. В основі операції «своп» знаходиться обмін (покупка-продаж) відповідними фінансовими активами або фінансовими зобов'язаннями з метою поліпшення їх структури і зниження можливих втрат. У механізмі нейтралізації фінансових ризиків з використанням цієї форми хеджування застосовуються операції валютного свопу (обміну майбутніх зобов'язань в одній валюті на відповідні зобов'язання в іншому виді валюти); фондового свопу (зобов'язання перетворити один вид цінного папера в інший, наприклад, облігації підприємства в емітовані ним акції); процентного свопу (обміну боргових фінансових зобов'язань підприємства з фіксованою процентною ставкою на зобов'язання із плаваючою процентною ставкою або навпаки).

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

У процесі хеджування фінансових ризиків необхідно порівнювати вартість хеджа із сумою зниження можливих втрат по цих ризиках. У сполученні один з одним ці два показники формують ефективність операцій хеджування, що визначається по такою формулою:

$$EX_{\text{фр}} = \frac{3B_{\text{фр}}}{B_x}, \quad (19.1)$$

де $EX_{\text{фр}}$ – коефіцієнт ефективності хеджування фінансового ризику;

$3B_{\text{фр}}$ – сума зниження можливих втрат по фінансовому ризику у результаті хеджування;

B_x – повна вартість усіх витрат по хеджу.

На основі цієї формули визначається так званий «ефективний хедж» [efficient hedge], коефіцієнт ефективності хеджування по якому перевищує одиницю. Виходячи з варіантів ринкової вартості хеджування, на основі розглянутого коефіцієнта хеджер може вибрати «оптимальний хедж» [optimal hedge], що на одиницю вартості хеджа дозволяє отримати максимальну суму зниження можливих втрат по ризику. Процес такого вибору графічно представлений на рис. 19.2.

Як видно з наведеного рисунка, усі три розглянуті варіанти хеджування фінансового ризику є ефективними (розмір зниження можливих втрат по ризику перевищує вартість хеджа). Однак рівень цієї ефективності різний: по варіанту «А» на одиницю вартості хеджа припадає 1,5 одиниць розміру зниження можливих втрат по ризику; по варіанту «Б» цей показник становить 2,0 (4:2); по варіанту «В» коефіцієнт ефективності хеджування дорівнює 1,7 (5:3). Таким чином, з розглянутих варіантів «оптимальним хеджем» є хедж «Б».

Механізм нейтралізації фінансових ризиків на основі різних форм хеджування буде отримувати усе більшого розвитку у вітчизняній практиці ризик-менеджменту в силу високої його результативності.

4. Диверсифікація. Механізм диверсифікації використовується насамперед для нейтралізації негативних фінансових наслідків несистематичних (специфічних) видів ризиків. У першу чергу він дозволяє мінімізувати портфельні ризики. Принцип дії механізму диверсифікація ґрунтується на поділі ризиків, що перешкоджає їхній концентрації.

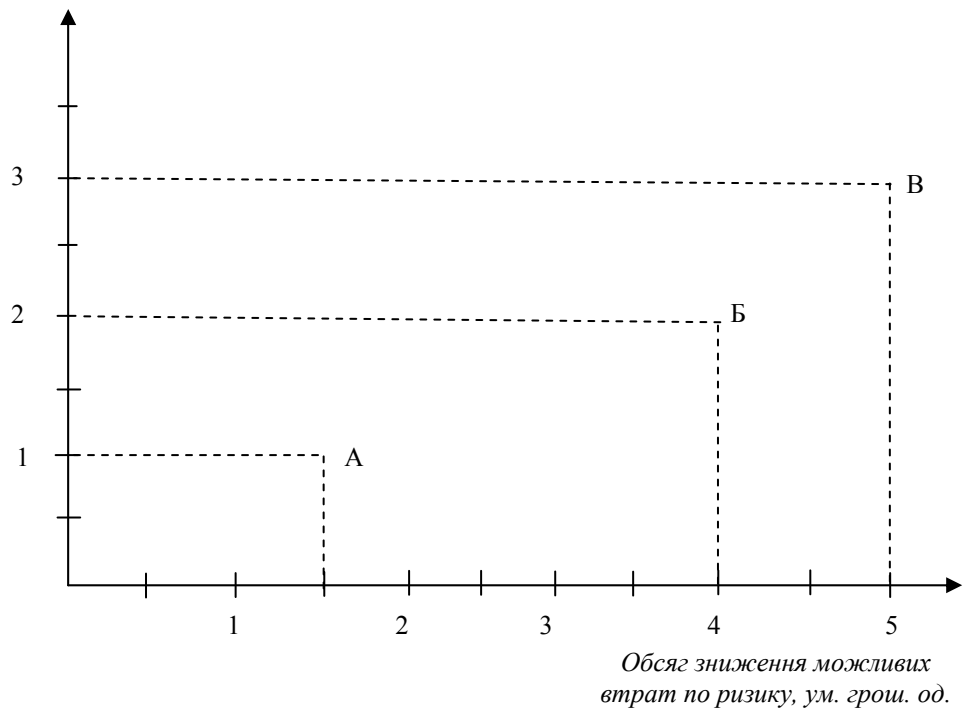


Рис. 19.2. Графічне визначення «оптимального хеджа» по фінансовому ризику

Як основні форми диверсифікації фінансових ризиків підприємства можуть бути використані наступні її напрями:

- *диверсифікація видів фінансової діяльності* передбачає використання альтернативних можливостей отримання доходу від різних фінансових операцій – короткострокових фінансових вкладень, формування кредитного портфеля, здійснення реального інвестування, формування портфеля довгострокових фінансових вкладень тощо;
- *диверсифікація валютного портфеля («валютного кошика»)* підприємства передбачає вибір для проведення зовнішньоекономічних операцій декількох видів валют. У процесі цього напрямку диверсифікація забезпечується зниженням фінансових втрат по валютному ризику підприємства;
- *диверсифікація депозитного портфеля* передбачає розміщення великих сум тимчасово вільних коштів на зберігання у декількох банках. Оскільки умови розміщення грошових активів при цьому істотно не міняються, цей напрям диверсифікації забезпечує зниження рівня ризику депозитного портфеля без зміни рівня його доходності;

- *диверсифікація кредитного портфеля* передбачає розширення кола покупців продукції підприємства і спрямована на зменшення його кредитного ризику. Зазвичай диверсифікація кредитного портфеля у процесі нейтралізації цього виду фінансового ризику здійснюється разом з лімітуванням концентрації кредитних операцій шляхом установлення диференційованого по групах покупців кредитного ліміту;

- *диверсифікація портфеля цінних паперів*. Цей напрям диверсифікації дозволяє знижувати рівень несистематичного ризику портфеля, не зменшуючи при цьому рівень його доходності (механізм такої нейтралізації за рахунок дії коваріації докладно розглянутий раніше);

- *диверсифікація програми реального інвестування* передбачає включення у програму інвестування різних інвестиційних проектів з альтернативною галузевою й регіональною спрямованістю, що дозволяє знизити загальний інвестиційний ризик по програмі.

Найбільший ефект диверсифікації фінансових ризиків досягається при підборі у портфель будь-якого виду інструментів, що характеризуються негативною кореляцією (або протилежною коваріацією). У цьому випадку сукупний рівень фінансових ризиків портфеля (який виражається коливаннями доходності) знижується порівняно з рівнем ризиків кожного з таких інструментів.

Характеризуючи механізм диверсифікації у цілому, слід зазначити однак, що він вибірково впливає на зниження негативних наслідків окремих фінансових ризиків. Забезпечуючи безсумнівний ефект у нейтралізації комплексних, портфельних фінансових ризиків несистематичної (специфічної) групи, він не дає ефекту у нейтралізації переважної частини систематичних ризиків – інфляційного, податкового та інших. Тому використання цього механізму має на підприємстві обмежений характер.

5. Розподіл ризиків. Механізм цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків ґрунтується на частковому їх трансферті (передачі) партнерам по окремих фінансових операціях. При цьому господарським партнерам передається та частина фінансових ризиків підприємства, по якій вони мають більше можливостей нейтралізації їхніх негативних наслідків і мають у своєму розпорядженні більш ефективні способи внутрішнього страхового захисту.

У сучасній практиці ризик-менеджменту отримали значне поширення наступні основні напрями розподілу ризиків (їх трансферту партнерам):

• *розподіл ризику між учасниками інвестиційного проекту.* У процесі такого розподілу підприємство може здійснити трансферт підрядникам фінансових ризиків, пов'язаних з невиконанням календарного плану будівельно-монтажних робіт, низькою якістю цих робіт, розкраданням переданих їм будівельних матеріалів і деяких інших. Для підприємства, що здійснює трансферт таких ризиків, їх нейтралізація полягає у переробці робіт за рахунок підрядника, виплати ним сум неустойок і штрафів та в інших формах відшкодування понесених втрат;

• *розподіл ризику між підприємством і постачальниками сировини й матеріалів.* Предметом такого розподілу є, насамперед, фінансові ризики, пов'язані із втратою (псуванням) майна (активів) у процесі їхнього транспортування і здійснення вантажно-розвантажувальних робіт, форми такого розподілу ризиків регулюються відповідними міжнародними правилами – «ІНКОТЕРМС-2000»;

• *розподіл ризику між учасниками лізингової операції.* Так, при оперативному лізингу підприємство передає орендодавцеві ризик морального старіння використовуваного (лізингованого) активу, ризик втрати ним технічної продуктивності (при дотриманні встановлених правил експлуатації) і низка інших видів ризиків, які передбачаються у контракті відповідними спеціальними застереженнями;

• *розподіл ризику між учасниками факторингової (форфейтингової) операції.* Предметом такого розподілу є насамперед кредитний ризик підприємства, що у переважній його частці передається відповідному фінансовому інституту – комерційному банку або факторинговій компанії. Ця форма розподілу ризику має для підприємства платний характер, однак дозволяє істотним чином нейтралізувати негативні фінансові наслідки його кредитного ризику.

Ступінь розподілу ризиків, а, отже, й рівень нейтралізації їхніх негативних фінансових наслідків для підприємства є предметом його контрактних переговорів з партнерами, відображеними погодженими з ними умовами відповідних контрактів.

6. Резервування. Механізм цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків ґрунтується на резервуванні підприємством частини фінансових ресурсів, що дозволяє переборювати негативні фінансові наслідки по тих фінансових операціях, по яких ці ризики не пов'язані з діями контрагентів. Основними формами цього напрямку нейтралізації фінансових ризиків є:

• *формування резервного (страхового) фонду підприємства* створюється відповідно до вимог законодавства й уставу підприємства. На його формування спрямовується не менше 5% суми прибутку, отриманої підприємством у звітному періоді;

- *формування цільових резервних фондів.* Прикладом такого формування можуть слугувати: фонд страхування цінового ризику (на період тимчасового погіршення кон'юнктури ринку); фонд уцінки товарів на підприємствах торгівлі; фонд погашення безнадійної дебіторської заборгованості по кредитних операціях підприємства тощо. Перелік таких фондів, джерела їх формування й розміри відрахувань у них визначаються уставом підприємства та іншими внутрішніми документами і нормативами;

- *формування резервних сум фінансових ресурсів у системі бюджетів, які доводяться різним центрам відповідальності.* Такі резерви передбачаються зазвичай у всіх видах капітальних бюджетів і у низці гнучких поточних бюджетів;

- *формування системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів по окремих елементах оборотних активів підприємства.* Такі страхові запаси створюються по грошових активах, сировині, матеріалах, готовій продукції. Розмір потреби у страхових запасах по окремих елементах оборотних активів встановлюється в процесі їхнього нормування;

- *нерозподілений залишок прибутку, отриманий у звітному періоді.* До його розподілу в інвестиційному процесі він може розглядатися як резерв фінансових ресурсів, які спрямовуються при необхідності на ліквідацію негативних наслідків окремих фінансових ризиків.

Використовуючи цей механізм нейтралізації фінансових ризиків, необхідно мати на увазі, що страхові резерви у всіх їхніх формах хоча й дозволяють швидко відшкодувати понесені підприємством фінансові втрати, однак «заморожують» використання досить відчутної суми фінансових ресурсів. У результаті цього знижується ефективність використання власного капіталу підприємства, посилюється його залежність від зовнішніх джерел фінансування. Це визначає необхідність оптимізації сум фінансових ресурсів, які резервуються з позицій їх майбутнього використання для нейтралізації лише окремих видів фінансових ризиків. До числа таких ризиків можуть бути віднесені:

- види фінансових ризиків, які не страхуються;
- фінансові ризики припустимого й критичного рівня з невисокою ймовірністю виникнення;
- більшість фінансових ризиків припустимого рівня, розрахункова вартість передбачуваного збитку по яких невисока.

7. Інші методи внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків.

До числа основних з таких методів, використовуваних підприємством, можуть бути віднесені:

- *забезпечення вимоги з контрагента по фінансовій операції додаткового рівня премії за ризик.* Якщо рівень ризику по передбачуваній до здійснення фінансовій операції перевищує розрахунковий рівень доходу по ній (по шкалі «дохідність-ризик»), необхідно забезпечити отримання додаткового доходу по ній або відмовитися від її проведення;

- *отримання від контрагентів певних гарантій.* Такі гарантії, пов'язані з нейтралізацією негативних фінансових наслідків при настанні ризикової події, можуть бути надані у формі поручництва, гарантійних листів третіх осіб, страхових полісів на користь підприємства з боку його контрагентів по високоризикових фінансових операціях;

- *скорочення переліку форс-мажорних обставин у контрактах з контрагентами.* У сучасній вітчизняній господарській практиці цей перелік необґрунтовано розширюється (проти загальноприйнятих міжнародних комерційних і фінансових правил), що дозволяє партнерам підприємства уникати у ряді випадків фінансової відповідальності за невиконання своїх контрактних зобов'язань;

- *забезпечення компенсації можливих фінансових втрат по ризиках за рахунок системи штрафних санкцій.* Цей напрям нейтралізації фінансових ризиків передбачає розрахунок і включення в умови контрактів з контрагентами необхідних розмірів штрафів, пені, неустойок та інших форм фінансових санкцій у випадку порушення ними своїх зобов'язань (несвоєчасних платежів за продукцію, невиклати відсотків тощо). Рівень штрафних санкцій має повним чином компенсувати фінансові втрати підприємства у зв'язку з неотриманням розрахункового доходу, інфляцією, зниженням вартості грошей у часі тощо.

Вище були розглянуті лише основні внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків. Вони можуть бути істотно доповнені з урахуванням специфіки фінансової діяльності підприємства та конкретного складу портфеля його фінансових ризиків.

19.2. Форми та види страхування фінансових ризиків

Найбільш складні й небезпечні по своїх фінансових наслідках ризики, що не піддаються нейтралізації за рахунок внутрішніх механізмів, підлягають страхуванню.

Страхування фінансових ризиків є захистом майнових інтересів підприємства при настанні страхової події спеціальними страховими компаніями (страховиками) за рахунок грошових фондів, сформованих ними шляхом отримання від страхувальників страхових премій (страхових внесків).

У процесі страхування підприємству забезпечується страховий захист по всіх основних видах його фінансових ризиків – як систематичних, так і несистематичних. При цьому обсяг відшкодування негативних наслідків фінансових ризиків страховиками не обмежується – він визначається реальною вартістю об'єкта страхування (розміром його страхової оцінки), страхової суми й розміром страхової премії, що сплачується.

Використовуючи послуги страховиків, підприємство має у першу чергу визначити об'єкт страхування – ті види фінансових ризиків, по яких воно має намір забезпечити зовнішній страховий захист. Склад таких фінансових ризиків визначається низкою умов, основними з яких є представлені на рис. 19.3.

1. Можливість страхування ризику. Незважаючи на те, що законодавство не перешкоджає страхуванню будь-яких видів фінансових ризиків підприємства, ринок страхових продуктів по цих ризиках певним чином обмежений. Ця обмеженість викликається непрогнозованістю ймовірності настання страхового випадку по окремих фінансових ризиках в умовах нестабільного економічного розвитку країни, високою ймовірністю виникнення страхової події по ряду фінансових ризиків у процесі переходу до ринкових відносин. Певні обмеження в страхуванні окремих фінансових ризиків вносить і здійснення україн агресивної фінансової політики деякими підприємствами по окремих аспектах фінансової діяльності. Тому, визначаючи можливості страхування своїх фінансових ризиків, підприємство має з'ясувати можливість здійснення такого страхування з урахуванням страхових продуктів, пропонованих ринком.

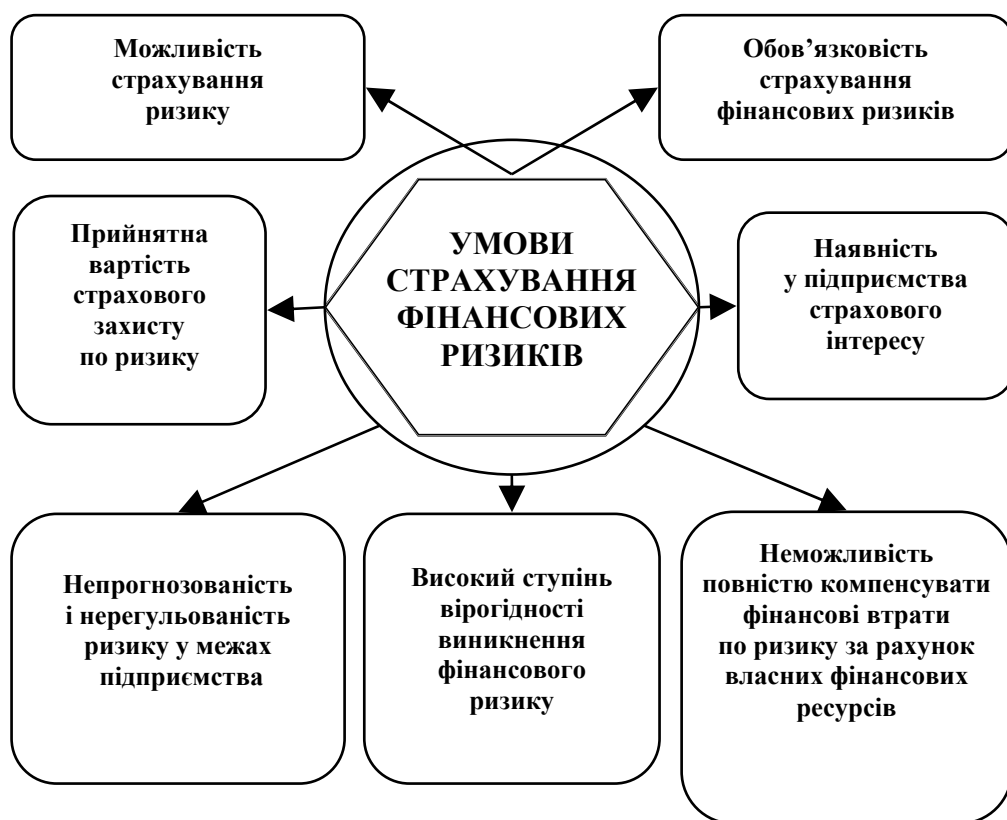


Рис. 19.3. Основні умови страхування фінансових ризиків підприємством

2. Обов'язковість страхування фінансових ризиків. Низка фінансових ризиків, відповідно до умов державного регулювання господарської діяльності підприємств, підлягає обов'язковому страхуванню. По таких фінансових ризиках у підприємства немає альтернатив управлінських рішень у частині їхнього складу.

3. Наявність у підприємства страхового інтересу. Він характеризується фінансовою зацікавленістю підприємства у страхуванні окремих видів своїх фінансових ризиків. Такий інтерес визначається складом фінансових ризиків підприємства, можливістю їх нейтралізації за рахунок внутрішніх механізмів, рівнем імовірності виникнення ризикової події, розміром можливого збитку по окремих фінансових ризиках та низкою інших факторів.

Розрізняють повний і частковий страховий інтерес підприємств – страхувальників фінансових ризиків.

Повний страховий інтерес підприємства визначає його потреба у відшкодуванні страховиком повного обсягу фінансових втрат, понесених при настанні страхової події. Іншими словами, повний страховий інтерес відображає необхідність забезпечення страховиком повного страхового захисту по розглянутому виду фінансового ризику.

Частковий страховий інтерес підприємства визначає його потреба у відшкодуванні страховиком лише певної частки фінансових втрат, які виникли при настанні страхової події. Така форма страхового інтересу пов'язана з можливостями використання підприємством внутрішніх механізмів нейтралізації окремих фінансових ризиків, ефект яких не забезпечує повної ліквідації їхніх негативних фінансових наслідків.

Наявність у підприємства повного або часткового страхового інтересу визначає необхідність у добровільному зверненні до послуг страховиків у пошуках страхового захисту по окремих видах фінансових ризиків.

4. Неможливість повністю заповнити фінансові втрати по ризику за рахунок власних фінансових ресурсів. Ця умова є однією з основних у формуванні страхового інтересу підприємства. Відповідно до цієї умови страхового захисту у першу чергу потребують фінансові ризики підприємства, які належать за обсягами можливих фінансових втрат до числа катастрофічних. З урахуванням цієї умови підприємство має забезпечувати повне або часткове страхування по всіх видах катастрофічних ризиків, які властиві його фінансовій діяльності. У деяких випадках це визначає необхідність страхування та окремих фінансових ризиків критичної групи при наявності високого рівня їхньої концентрації на підприємстві у межах деяких здійснюваних фінансових операцій.

5. Високий ступінь вірогідності виникнення фінансового ризику. Ця умова визначає необхідність страхового захисту по окремих фінансових ризиках, які належать до допустимої і критичної їх груп, якщо можливості їхньої нейтралізації не забезпечуються повністю за рахунок внутрішніх механізмів. У цьому випадку у підприємства виникає, як правило, лише частковий страховий інтерес.

6. Непрогнозованість і нерегульованість ризику у межах підприємства. Відсутність досвіду або достатньої інформаційної бази іноді не дозволяють у межах підприємства визначити ступінь імовірності настання ризикової події по окремих фінансових ризиках або

розрахувати можливий розмір фінансового збитку по них. Навіть якщо фінансовий ризик чітко ідентифікований по виду, але його рівень не оцінений, це позбавляє фінансових менеджерів можливості ефективного управління ними, у першу чергу, вибору альтернативних заходів його нейтралізації за рахунок внутрішніх механізмів. У цих випадках кращим управлінським рішенням є передача фінансового ризику страховикові.

7. Прийнятна вартість страхового захисту по ризику. Ця умова є однією з основних у забезпеченні ефективності страхування фінансових ризиків. Якщо вартість страхового захисту не відповідає рівню фінансового ризику або фінансовим можливостям підприємства, від неї варто відмовитися, підсиливши відповідні заходи його нейтралізації за рахунок внутрішніх механізмів. В окремих випадках, при неможливості здійснити зовнішнє страхування через високу його вартість і неефективність внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків, від здійснення відповідної фінансової операції підприємству варто відмовитися (у першу чергу, ця умова відноситься до катастрофічних фінансових ризиків підприємства).

Пропоновані на ринку страхові послуги, що забезпечують страхування фінансових ризиків підприємства, класифікуються за низкою ознак (рис. 19.4).

1. За формами страхування воно підрозділяється наступним чином:

- *обов'язкове страхування* є формою страхування, що ґрунтується на законодавчо оформленій обов'язковості його здійснення як для страхувальника, так і для страхувача. Масовість цього страхування дозволяє істотно знизити розміри страхових тарифів і спростити процедуру його здійснення. Однак обов'язкове страхування не враховує повним чином особливості активів, які страхуються, різну ймовірність настання страхової події на підприємствах різних типів, фінансові можливості страхувальника та низку інших факторів, що індивідуалізують страховий захист;

- *добровільне страхування* характеризує форму страхування, яка передбачає лише укладання добровільної угоди між страхувальником і страхувачем, виходячи зі страхового інтересу кожного з них. Принцип добровільності ґрунтується на страховому інтересі сторін, поширюється як на підприємство, так і на страхувача, дозволяючи останньому ухилятися від страхування небезпечних або не вигідних для нього фінансових ризиків.



Рис. 19.4. Класифікація страхування фінансових ризиків підприємства за основними ознаками

2. За об'єктами страхування практика, яка діє у нашій країні, виділяє такі його групи:

- *майнове страхування* охоплює практично всі основні види матеріальних і нематеріальних активів підприємства. Страхові відносини при майновому страхуванні визначаються наступними зобов'язаннями сторін: страхувальник має забезпечувати своєчасну сплату страхових внесків (страхової премії), а страхувач повинен забезпечити відшкодування фінансового збитку, понесеного підприємством при настанні страхової події. У ролі страхувальника можуть виступати при майновому страхуванні не тільки власники відповідних активів, але і юридичні особи, зацікавлені у їхньому збереженні (наприклад, орендарі приміщень, лізингоотримувачі устаткування, комісійні магазини тощо);

- *страхування відповідальності*. Його об'єктом є відповідальність підприємства і його персоналу перед третіми особами, які можуть понести фінансовий та інший вид збитку у результаті якої-небудь дії або бездіяльності страхувальника. Це страхування забезпечує страховий захист підприємства від ризиків фінансових втрат, що можуть бути покладені на нього у законодавчому порядку у зв'язку із заподіяним ними збитком третім особам – як фізичним, так і юридичним. Відносини сторін при страхуванні відповідальності визначаються наступними взаємними зобов'язаннями: страхувальник зобов'язаний сплачувати необхідні страхові внески (страхову премію), а страхувач зобов'язаний відшкодувати страхувальникові суму коштів, що підлягає сплаті ним третім особам за заподіяний збиток. Страхування відповідальності забезпечує підприємству страховий захист по значному числу видів його фінансових ризиків;

- *страхування персоналу* охоплює страхування підприємством життя своїх співробітників, а також можливі випадки втрати ними працездатності, настання інвалідності тощо. Конкретні види цього страхування здійснюються підприємством у добровільному порядку за рахунок його прибутку відповідно до колективного трудового договору та індивідуальних трудових контрактів.

3. За обсягами страхування виділяють такі його групи:

- *повне страхування* забезпечує страховий захист підприємства від негативних наслідків фінансових ризиків у повному їхньому обсязі при настанні страхової події;

- *часткове страхування* обмежує страховий захист підприємства від негативних наслідків фінансових ризиків як певними страховими сумами, так і системою конкретних умов настання страхової події.

4. За системами страхування виділяють:

- *страхування по реальній вартості майна* використовується у майновому страхуванні й забезпечує страховий захист у повному обсязі фінансового збитку, нанесеного застрахованим видам активів підприємства (у розмірі страхової суми за договором, що відповідає розміру страхової оцінки майна). Іншими словами, при цій системі страхування страхове відшкодування може бути виплачене у повній сумі понесеного фінансового збитку;

- *страхування по системі пропорційної відповідальності* забезпечує лише частковий страховий захист по окремих видах фінансових ризиків. У цьому випадку страхове відшкодування суми понесеного фінансового збитку здійснюється пропорційно коефіцієнту страхування (співвідношення страхової суми, визначеної договором страхування, і розміру страхової оцінки об'єкта страхування). З урахуванням цього коефіцієнта страхування, сума страхового відшкодування, виплачуваного по системі пропорційної відповідальності, визначається за такою формулою:

$$СВ_{\text{пв}} = ФЗ \cdot \frac{СС_{\text{д}}}{СС_{\text{о}}}, \quad (19.2)$$

де $СВ_{\text{по}}$ – гранична сума страхового відшкодування, що виплачується підприємству при страхуванні по системі пропорційної відповідальності;

$ФЗ$ – сума фінансового збитку, понесеного підприємством у результаті настання страхової події;

$СС_{\text{д}}$ – страхова сума, визначена договором страхування по системі пропорційної відповідальності;

$СС_{\text{о}}$ – розмір страхової оцінки об'єкта страхування, що визначається при укладанні договору;

- *страхування по системі першого ризику*. Під «першим ризиком» розуміється фінансовий збиток, понесений страхувальником при настанні страхової події, заздалегідь оцінений при складанні договору страхування як розмір зазначеної у ньому страхової суми. Якщо фактичний фінансовий збиток перевищив передбачену страхову суму (застрахований перший ризик), він відшкодовується при цій системі страхування лише у межах погодженої раніше сторонами страхової суми;

• *страхування з використанням безумовної франшизи.* Франшиза є мінімальною частиною збитку страхувальника, яка не компенсується страхувачем. При страхуванні з використанням безумовної франшизи страхувач у всіх страхових випадках виплачує страхувальникові суму страхового відшкодування за мінусом розміру франшизи, залишаючи її у себе. При цій системі страхування сума страхового відшкодування визначається за такою формулою:

$$СВ_{БФ} = ФЗ - Фр, \quad (19.3)$$

- де $СВ_{БФ}$ – сума страхового відшкодування, що виплачується підприємству при системі страхування з використанням безумовної франшизи;
- $ФЗ$ – сума фінансового збитку, понесеного підприємством у результаті настання страхової події;
- $Фр$ – розмір франшизи, узгодженої сторонами;

• *страхування з використанням умовної франшизи.* При цій системі страхування страхувач не несе відповідальності за фінансовий збиток, понесений підприємством у результаті настання страхової події, якщо розмір цього збитку не перевищує розміру погодженої франшизи. Коли ж сума фінансового збитку перевищила розмір франшизи, то вона відшкодовується підприємству повністю у складі виплачуваного йому страхового відшкодування (тобто без відрахування у цьому випадку розміру франшизи).

5. За видами страхування у процесі його класифікації виділяють:

• *страхування майна (активів).* Цей вид страхування є основним, бо він забезпечує страховий захист основної суми активів підприємства. Особливості цього виду страхування полягають у наступному:

а) страхуванням може бути охоплений увесь комплекс матеріальних і нематеріальних активів підприємства;

б) страхування цих активів може бути здійснене у розмірі їхньої реальної ринкової вартості (тобто за їх відновною, а не балансовою оцінкою) при наявності відповідної експертної оцінки;

в) страхування різних видів цих активів може бути здійснене у декількох (а не одного) страхувачів, що гарантує більш високий ступінь надійності страхового захисту, зокрема, при банкрутстві самих страхувачів (таке страхування є для підприємства одним з напрямів диверсифікації фінансових ризиків);

г) у процесі страхування цих активів як його складова може бути врахований інфляційний ризик перспективного періоду;

- *страхування кредитних ризиків (або ризику розрахунків)*. Об'єктом такого страхування є ризик неплатежу (несвоєчасного платежу) з боку покупців продукції при наданні їм товарного (комерційного) кредиту або при поставці їм продукції на умовах наступної оплати. Це страхування здійснює, як правило, саме підприємство, відносячи витрати по ньому на дебітора. Кредитний ризик підприємства може бути застрахований і самим покупцем продукції (у формі його фінансової відповідальності) з передачею страхового поліса продавцеві. Такий вид страхування може бути розповсюджений і на фінансові ризики по споживчому кредиту при довгострокових його формах і високій вартості товарів;

- *страхування депозитних ризиків* здійснюється у процесі як короткострокових, так і довгострокових фінансових вкладень підприємства з використанням різних депозитних інструментів. Об'єктом такого страхування є фінансовий ризик неповернення банком суми основного боргу й відсотків по депозитних вкладах і депозитних сертифікатах у випадку його банкрутства;

- *страхування інвестиційних ризиків*. Об'єктом цього виду страхування є, як правило, численні прості ризики реального інвестування, у першу чергу, ризики несвоєчасного завершення проектно-конструкторських робіт з інвестиційного проекту, несвоєчасного завершення будівельно-монтажних робіт з нього, невиходу на заплановану проектну виробничу потужність та інших. У закордонній практиці поширеним є страхування отримання передбачуваного доходу і по фінансових інвестиціях, однак у нас цей вид фінансового ризику відноситься до таких, які не страхуються у зв'язку з високою ймовірністю настання страхової події (за таких умов розмір страхової премії може перевищувати розмір прогнозованого інвестиційного доходу);

- *страхування непрямих фінансових ризиків* охоплює багато видів фінансових ризиків підприємства при наявності достатнього страхового інтересу у страхувача. Цей вид страхування охоплює такі його різновиди як страхування розрахункового прибутку, страхування упущеної вигоди, страхування перевищення встановленого бюджету капітальних або поточних витрат, страхування лізингових платежів та інших;

- *страхування фінансових гарантій*. Такий вид страхування підприємство використовує на вимогу кредиторів у процесі залучення позикових фінансових ресурсів (у формі банківського, комерційного та іншого видів кредитів). Об'єктом такого страхування є фінансовий ризик неповернення (несвоєчасного повернення) суми основного боргу й несплати (несвоєчасної сплати) встановленої суми відсотків. Страхування фінансових гарантій припускає, що певні фінансові зобов'язання підприємства, пов'язані із залученням позикового капіталу, будуть виконані у повній відповідності з умовами кредитного договору;

- *інші види страхування фінансових ризиків*. Їх об'єктом є інші види фінансових ризиків, що не увійшли до складу розглянутих вище традиційних видів страхування. При взаємному задоволенні страхових інтересів сторін склад інших видів страхування може мати широкий діапазон (за рахунок включення ризиків, які раніше не страхувалися, інноваційних страхових продуктів тощо).

Взаємини підприємства зі страховою компанією будуються на основі договору страхування – угоди між страхувальником і страховиком, що регламентує їхні взаємні права й обов'язки за умовами страхування окремих видів фінансових ризиків. Основу цього договору, що визначає надійність страхового захисту та його ефективність, становлять умови страхування. Найважливішими елементами цих умов виступають такі (рис. 19.5).

1. Обсяг страхової відповідальності страховика. Цей елемент характеризує перелік ризиків, які приймаються по даному об'єкту страхування страхувачем. У цьому переліку ризиків визначаються можливі варіанти настання страхової події, внаслідок якого страхувач зобов'язується виплатити страхувальникові суму страхового відшкодування. Обсяг страхової відповідальності страхувача визначає повний або частковий рівень страхового захисту, який надається ним підприємству по конкретних видах його фінансових ризиків.

2. Розмір страхової оцінки майна страхувальника. Цей елемент включається в умови майнового страхування. Він характеризує метод здійснення оцінки відповідних активів (по балансовій вартості, по реальній ринковій вартості тощо) і її результати. До здійснення такої оцінки у необхідних випадках залучаються сторонні експерти – оцінювачі майна. Розмір страхової оцінки майна страхувальника є базою встановлення страхової суми при використанні систем страхування по дійсній вартості, яка є пропорційною відповідальності інших.



Рис. 19.5. Склад основних умов страхування фінансових ризиків підприємства

3. Розмір страхової суми. Страхова сума характеризує обсяг коштів, у межах якого страхувач несе відповідальність за договором страхування. Який би не був фактичний розмір збитку, понесеного підприємством при настанні страхової події, він не може бути відшкодований страхувальником у розмірах, що перевищують страхову суму. За своїм економічним змістом страхова сума є максимальним обсягом страхового захисту підприємства по конкретних видах фінансових ризиків, які страхуються.

4. Розмір страхового тарифу (тарифної ставки) характеризує питому вартість страхової послуги по відношенню до страхової суми або питому ціну страхування відповідного виду ризику. Діючі методики розрахунків тарифних ставок (актуарних розрахунків) передбачають варіативність підходів до встановлення їхнього рівня – на основі

математичного визначення ймовірності настання страхової події, експертних оцінок, використання методу аналогій та інших. Тарифна ставка (або брутто-ставка) розраховується страхувачем як сума нетто-ставки по конкретному виду страхування й розміру навантаження:

$$СТ = НС - Н_{СТР}, \quad (19.4)$$

де СТ – страховий тариф (брутто-ставка) по конкретному виду страхування;
НС – нетто-ставка по даному виду ризику;
Н_{СТР} – навантаження страхувача по даному виду ризику.

Нетто-ставка забезпечує страхувачу формування фонду виплат страхового відшкодування з урахуванням імовірності настання страхової події по даному виду ризику. Навантаження включає питомі витрати страхувача по здійсненню страхових операцій, формуванню резервного фонду, нормативний рівень його рентабельності та деяких інших елементів. Страховий тариф (або брутто-ставка) по конкретному виду страхування встановлюється у двох варіантах – у відсотках до страхової суми або в абсолютному вираженні на сто грошових одиниць валюти страхової суми.

5. Розмір страхової премії (платежу, внеску). Страхова премія (платіж, внесок) характеризує повну грошову суму, яку страхувач має виплатити страхувальнику за умовами договору страхування. За економічним змістом розмір страхової премії визначає повну ціну страхування підприємством відповідного фінансового ризику або певного їх комплексу. В основі розрахунку розміру страхової премії – передбачувані договором страхова сума, строк страхування й розмір страхового тарифу (тарифної ставки).

6. Порядок сплати страхової премії. Відповідно до діючої практики використовуються два принципових підходи до сплати страхової премії:

- *одноразовий платіж (одноразова премія)* має, як правило, авансовий характер, тобто виплачується страхувачеві одразу ж після підписання договору страхування. Така форма сплати застосовується по короткострокових видах страхування фінансових ризиків або при їх довгостроковому страхуванні з невисоким розміром страхової премії;

• *поточний платіж (поточна премія)* розподіляється по конкретних тимчасових інтервалах загального терміну дії договору страхування – роках (якщо строк договору встановлений у кілька років), півріччях, кварталах, місяцях. Сума кожного поточного платежу у цьому випадку визначається шляхом розподілу повної страхової премії на кількість тимчасових інтервалів (або в інших розмірах за узгодженням сторін).

З позицій підприємства більш вигідним є виплата страхової премії у порядку поточних платежів.

7. Розмір і характер страхової франшизи. Цей елемент включається в умови страхування при його здійсненні з використанням безумовної або умовної франшизи. З метою посилення зовнішнього страхового захисту підприємство має прагнути до мінімізації розміру франшизи і віддавати перевагу умовному її виду (з розглянутих двох альтернативних систем страхування фінансових ризиків).

8. Порядок визначення розміру страхового збитку. Страховий збиток характеризує вартість знищених або частково втрачених активів підприємства, а також грошову оцінку фінансових втрат страхувальника або третіх осіб, на користь яких укладений договір страхування. Страховий збиток може визначатися умовами страхування у безперечному порядку (при можливості однозначного встановлення його суми) або за узгодженням сторін. Умовами страхування може бути передбачене залучення до оцінки розміру фінансових втрат страхувальника спеціальних експертів – «аварійних комісарів», покликаних з'ясувати причини настання страхової події й визначати розмір збитку.

9. Порядок виплати страхового відшкодування. Під страховим відшкодуванням розуміється сума, виплачувана страхувачем для покриття фінансового збитку страхувальника при настанні страхової події. Разом з його виплатою встановлюється граничний строк розрахунків, їхня форма (вид платежу), можливість утримання з нього невиплаченого розміру страхової премії. Цей елемент визначає також умови, за яких страхове відшкодування не виплачується (при навмисному злочині тощо).

З урахуванням запропонованих до узгодження умов страхування окремих видів фінансових ризиків підприємство визначає його ефективність. Одним з методів визначення ефективності страхування є модель Хаустона, в основі якої лежить порівняльна оцінка вартості підприємства до кінця страхового періоду при передачі ризику страховикові і при самострахуванні шляхом резервування частини фінансових ресурсів.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Відповідно до цієї моделі ефективність передачі фінансового ризику страхувачеві досягається за умови:

$$BA_{\text{СТР}} > BA_{\text{САМ}}, \quad (19.5)$$

- де $BA_{\text{СТР}}$ – вартість активів підприємства на кінець страхового періоду при передачі ризику страхувачеві;
 $BA_{\text{САМ}}$ – вартість активів підприємства на кінець аналогічного періоду при самострахуванні фінансового ризику.

Розглянуті у процесі порівняльної оцінки показники розраховуються за такими формулами:

$$\begin{aligned} BA_{\text{СТР}} &= BA_{\text{ПОЧ}} - \text{СП} + P_A \cdot (BA_{\text{ПОЧ}} - \text{СП}) + \overline{Z}_p; \\ BA_{\text{САМ}} &= BA_{\text{ПОЧ}} - \text{СФ} + P_A \cdot (BA_{\text{ПОЧ}} - \text{СФ} - \overline{Z}_p) + P_{\text{КФІ}} \cdot \text{СФ}, \end{aligned} \quad (19.6)$$

- де $BA_{\text{ПОЧ}}$ – вартість активів підприємства на початок страхового періоду;
 СП – загальна сума страхової премії, що сплачується страхувачеві;
 P_A – рівень рентабельності активів, виражений десятковим дробом;
 $\overline{Z}_p$ – середня сума збитку підприємства по досліджуваному виду ризику (у рамках можливого його діапазону);
 СФ – сума страхового фонду, що формується підприємством при самострахуванні фінансового ризику;
 $P_{\text{КФІ}}$ – рівень рентабельності короткострокових фінансових інвестицій, виражений десятковим дробом.

Визначена на основі моделі Хаустона порівняльна ефективність передачі фінансових ризиків страхувачеві (за умови наявності їх страхування) та їхнє самострахування є основою прийняття управлінських рішень по цьому питанню.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 7

1. Фінансова діяльність підприємства у всіх її формах пов'язана з чисельними ризиками, які виділяють в окрему групу фінансових ризиків. Ця група характеризується великим розмаїттям, має найбільш значиме місце у загальному «портфелі ризиків» підприємства і вимагає, відповідно, цілеспрямованого процесу управління ними.
2. Управління фінансовими ризиками на підприємстві спрямоване на виявлення сфер підвищеного фінансового ризику, оцінку настання окремих ризикових подій, мінімізацію рівня фінансового ризику по відношенню до очікуваного рівня дохідності, мінімізацію можливих фінансових втрат підприємства при настанні ризикових подій. Реалізація цих завдань дозволяє забезпечувати фінансову безпеку підприємства та запобігання можливого зниження його ринкової вартості.
3. Вихідними етапами управління фінансовими ризиками є формування адекватної інформаційної бази та їхня ідентифікація, результатом якої є формування портфеля можливих фінансових ризиків підприємства й виділення сфер найбільш ризикованих видів і напрямів фінансової діяльності підприємства.
4. Один з найскладніших етапів ризик-менеджменту – їх оцінювання, процес якого є послідовністю ідентифікації, аналізу та порівняльної оцінки фінансових ризиків. У межах оцінювання формується ідентифікований портфель фінансових ризиків, визначається вірогідність можливого настання ризикової події, формується група ризиків, яка реалізується в «умовах невизначеності», оцінюється можливий розмір фінансових втрат у разі настання ризикової події та безпосередньо оцінюється рівень фінансового ризику, котрий порівнюється із встановленими критеріями.
5. Обґрунтування та вибір конкретних управлінських рішень, пов'язаних з фінансовими ризиками, базується на концепції та методології «теорії прийняття рішень», у межах якої розрізняють «умови ризику» та «умови невизначеності». Прийняття рішень в умовах ризику ґрунтується на тому, що кожній можливій ситуації розвитку подій може бути задана певна вірогідність його здійснення, що дозволяє зважити кожне значення ефективності на вірогідність настання події та отримати на цій основі інтегральний показник рівня ризику. З цією метою застосовуються показники середньоквадратичного відхилення, коефіцієнта варіації, коефіцієнта кореляції, бета-коефіцієнта та інші.

6. Прийняття рішень в умовах невизначеності ґрунтується на тому, що вірогідності різних варіантів ситуацій розвитку подій невідомі і відбуваються під впливом ризикових переваг інвестора на основі обраного критерію вибору. В якості таких критеріїв сучасна теорія та практика ризик-менеджменту застосовує критерій Вальда, критерій «максі максу», критерій Гурвіца та критерій Севіджа.
7. Ідентифікація фінансових ризиків, оцінка їхнього рівня здійснюється з метою попередження ризикових подій, усунення їх негативних наслідків. З цією метою підприємство застосовує методи внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків та форми їхнього зовнішнього страхування.
8. У системі методів управління фінансовими ризиками підприємства основна роль належить внутрішнім механізмам їх нейтралізації, які є системою методів мінімізації їхніх негативних наслідків, що обираються та здійснюються у межах самого підприємства і реалізуються шляхом уникнення ризику, лімітування його концентрації, хеджування, диверсифікації, розподілу ризику та самострахування. Основним об'єктом застосування методів внутрішньої нейтралізації виступають, зазвичай, усі види допустимих фінансових ризиків, значна частина ризиків критичної групи, а також катастрофічні фінансові ризики, які не піддаються страхуванню.
9. Найбільш складні та небезпечні по фінансових наслідках ризики, що не піддаються нейтралізації за рахунок внутрішніх їх механізмів; піддаються страхуванню, яке представляє собою захист майнових інтересів підприємства при настанні страхової події спеціальними страховими компаніями за рахунок грошових фондів, що формуються ними шляхом отримання від страховиків страхових премій.
10. Вдаючись до зовнішнього страхування, підприємству необхідно враховувати умови, які висуваються до фінансового ризику – об'єкту страхування, основними з яких є можливість страхування ризику, обов'язковість страхування, наявність у підприємства страхового інтересу, неможливість відшкодувати фінансові втрати по ризику за рахунок власних коштів, висока ступінь виникнення ризикової події, неможливість прогнозування та регулювання ризику у межах підприємства, прийнятна вартість страхового захисту по ризику.

? Питання для самоконтролю знань

1. Дайте визначення поняття «фінансовий ризик».
2. Назвіть основні види фінансових ризиків підприємства.
3. Визначте сутність та основні завдання управління фінансовими ризиками підприємства.
4. Назвіть основні принципи управління фінансовим ризиком підприємства.
5. Сформулюйте сутність політики управління фінансовими ризиками та порядок її розробки.
6. Охарактеризуйте основні методичні підходи до ідентифікації фінансових ризиків підприємства.
7. Охарактеризуйте основні методи оцінки вірогідності настання ризикової події.
8. Охарактеризуйте методичні підходи до оцінки розміру можливих фінансових втрат при настанні ризикової події.
9. Дайте характеристику понять «умови ризику» та «умови невизначеності».
10. Охарактеризуйте сутність «матриці рішень» і порядок її формування.
11. Назвіть основні види внутрішніх механізмів нейтралізації фінансових ризиків.
12. Охарактеризуйте основні методи запобігання фінансових ризиків.
13. Охарактеризуйте основні методи лімітування концентрації фінансових ризиків.
14. Охарактеризуйте основні методи хеджування фінансових ризиків.
15. Дайте характеристику методу зниження загального рівня фінансових ризиків за допомогою диверсифікації фінансової діяльності підприємства.
16. Охарактеризуйте сутність розподілу ризику серед партнерів по фінансових операціях.
17. Охарактеризуйте метод внутрішнього страхування фінансових ризиків шляхом резервування фінансових ресурсів.
18. Назвіть основні форми й види зовнішнього страхування фінансових ризиків.
19. Назвіть основні умови зовнішнього страхування фінансових ризиків.
20. Охарактеризуйте основні методичні підходи до оцінки ефективності зовнішнього страхування фінансових ризиків підприємства.

 Тестові завдання для контролю знань

- 1. Ризик, фінансові втрати, по якому не перевищують розрахункової суми прибутку по операції, характеризує:**
 - 1.1. Систематичний фінансовий ризик.
 - 1.2. Допустимий фінансовий ризик.
 - 1.3. Нормальний фінансовий ризик.
- 2. Ризик, фінансові втрати по якому не перевищують суми валового доходу по операції, характеризує:**
 - 2.1. Систематичний фінансовий ризик.
 - 2.2. Критичний фінансовий ризик.
 - 2.3. Нормальний фінансовий ризик.
- 3. Ризик, фінансові втрати по якому пов'язані з частковою втратою власного капіталу, характеризує:**
 - 3.1. Катастрофічний фінансовий ризик.
 - 3.2. Критичний фінансовий ризик.
 - 3.3. Складний фінансовий ризик.
- 4. До яких методів внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків належить відмова від короткострокових фінансових інвестицій?**
 - 4.1. Уникнення ризиків.
 - 4.2. Лімітування концентрації ризику.
 - 4.3. Розподіл ризику.
 - 4.4. Диверсифікація ризиків.
- 5. Який із названих нижче заходів не належить до методу уникнення ризику?**
 - 5.1. Відмова від використання позикового капіталу.
 - 5.2. Відмова від використання оборотних активів у низьколіквідній формі.
 - 5.3. Формування резервного фонду підприємства.
- 6. Який із напрямів внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків є найбільш радикальним?**
 - 6.1. Уникнення ризиків.
 - 6.2. Лімітування концентрації фінансових ризиків.
 - 6.3. Хеджування.

- 7. Лімітування концентрації ризику здійснюється шляхом:**
- 7.1. Встановлення внутрішніх фінансових нормативів.
 - 7.2. Лімітування обсягу поточних витрат.
 - 7.3. Лімітування рівня фінансового левериджу.
- 8. Встановлення максимального розміру товарного кредиту, що надається одному покупцю, належить до методу внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків:**
- 8.1. Уникнення ризику.
 - 8.2. Лімітування ризику.
 - 8.3. Розподіл ризику.
- 9. Принцип дії якого методу внутрішньої нейтралізації ризику базується на розподілі ризиків, який перешкоджає їхній концентрації?**
- 9.1. Хеджування.
 - 9.2. Диверсифікація.
 - 9.3. Лімітування їх концентрації.
 - 9.4. Розподіл ризиків.
- 10. Принцип дії якого методу внутрішньої нейтралізації ризику базується на резервуванні підприємством частини фінансових ресурсів, що дозволяє перебороти негативні фінансові наслідки по операціях, не пов'язаних з діями контрагентів?**
- 10.1. Самострахування.
 - 10.2. Диверсифікація.
 - 10.3. Розподіл ризиків.
- 11. Принцип дії якого методу внутрішньої нейтралізації ризику базується на їх частковому трансфері партнерам по окремих фінансових операціях?**
- 11.1. Розподіл ризиків.
 - 11.2. Диверсифікація.
 - 11.3. Самострахування.
- 12. Якщо підприємство проводить лише ті операції, за яких підвищення рівня фінансових ризиків компенсується адекватною зміною дохідності діяльності, його ризик-позицію можна охарактеризувати як:**
- 12.1. Збалансовану.
 - 12.2. Агресивну.
 - 12.3. Консервативну.

13. Якщо підприємство йде на підвищення ступеня ризику лише у тому разі, коли це компенсується відносно більшим зростанням дохідності, то його ризик-позицію можна охарактеризувати як:

- 13.1. Збалансовану.
- 13.2. Агресивну.
- 13.3. Консервативну.

14. Якщо підприємство схильне до проведення ризикованих фінансових операцій, навіть коли зростання ризику не повним чином компенсується відповідним зростанням дохідності, то його ризик-позицію можна охарактеризувати як:

- 14.1. Збалансовану.
- 14.2. Агресивну.
- 14.3. Консервативну.

15. Систематичні ризики – це:

- 15.1. Ризики безпосередньо залежать від фінансово-господарської діяльності підприємства і виникають, як правило, при допущенні помилок суб'єктами управління.
- 15.2. Ризики, які не залежать від фінансово-господарської діяльності підприємства, а існують об'єктивно на загальнодержавному рівні (інфляційний ризик, процентний, валютний, податковий, інвестиційний ризик при зміні макроекономічних умов інвестування).
- 15.3. Ризик, що виникає у процесі виробничої діяльності у випадку виникнення перебоїв і зменшення обсягів виробництва, збільшення матеріаломісткості та трудомісткості продукції.
- 15.4. Ризик, котрий виникає у випадку, коли підприємства вступають у відносини з різними фінансовими інститутами (банками, інвестиційними, страховими, факторинговими, лізинговими компаніями, біржами тощо).

16. Несистематичні (специфічні) ризики – це:

- 16.1. Ризики безпосередньо залежать від фінансово-господарської діяльності підприємства і виникають, як правило, при допущенні помилок суб'єктами управління.
- 16.2. Ризик пов'язаний з реалізацією продукції (послуг), закупівлею сировини, матеріалів тощо і може мати місце у випадку зменшення планових обсягів реалізації, підвищення закупівельних цін, зростання витрат обертання, втрат продукції у процесі обертання.

16.3. Ризик, що виникає у випадку, коли підприємства вступають у відносини з різними фінансовими інститутами (банками, інвестиційними, страховими, факторинговими, лізинговими компаніями, біржами тощо).

16.4. Немає правильної відповіді.

17. У системі методів управління фінансовими ризиками підприємства виділяють дві групи інструментів?

17.1. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків, страхування ризиків страховими компаніями.

17.2. Страхування ризиків страховими компаніями.

17.3. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків.

17.4. Відмова від здійснення фінансових операцій.

18. Система методів мінімізації їхніх негативних наслідків, що обираються та здійснюються у рамках самого підприємства, – це:

18.1. Уникнення ризику.

18.2. Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків.

18.3. Лімітування концентрації ризику.

18.4. Страхування ризиків страховими компаніями.

19. Система фінансових нормативів, що забезпечує лімітування концентрації ризиків, може включати:

19.1. Граничний розмір (питома вага) позикових коштів, що використовуються у господарській діяльності, максимальний розмір депозитного внеску, який розміщується в одному банку.

19.2. Мінімальний розмір (питома вага) активів у високоліквідній формі, максимальний розмір вкладення коштів у цінні папери одного емітента.

19.3. Максимальний розмір товарного (комерційного) кредиту, що надається одному покупцю, максимальний період відволікання коштів у дебіторську заборгованість.

19.4. Усі відповіді правильні.

20. Внутрішній механізм нейтралізації фінансових ризиків, що базується на використанні відповідних видів фінансових інструментів (як правило, похідних цінних паперів – деривативів), – це:

20.1. Форвардний контракт.

20.2. Опціон.

20.3. Хеджування.

20.4. Ф'ючерс.

- 21. Інструмент хеджування ризиків, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на певних умовах у майбутньому з фіксацією цін такого продажу під час укладання подібного форвардного контракту – це:**
- 21.1. Форвардний контракт.
 - 21.2. Опціон.
 - 21.3. Хеджування.
 - 21.4. Ф'ючерс.
- 22. До методи внутрішньої нейтралізації фінансових ризиків належить:**
- 22.1. Диверсифікація кредитного портфеля.
 - 22.2. Забезпечення вимоги з контрагента по фінансовій операції додаткового рівня премії за ризик.
 - 22.3. Отримання від контрагента певних гарантій, скорочення переліку форс-мажорних обставин у контрактах з контрагентами.
 - 22.4. Забезпечення компенсації можливих фінансових втрат за ризиками за рахунок передбачуваної системи штрафних санкцій.
- 23. Основними формами самонейтралізації фінансових ризиків є:**
- 23.1. Формування резервного (страхового) фонду підприємства, формування цільових резервних фондів.
 - 23.2. Формування резервних сум фінансових ресурсів у системі бюджетів, що доводяться різним центрам відповідальності.
 - 23.3. Формування системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів за окремими елементами обігових коштів підприємства.
 - 23.4. Усі відповіді правильні.
- 24. Система управління ризиками на підприємстві, що передбачає використання методів та інструментів, спрямованих на виявлення, ідентифікацію ризиків, розрахунок ймовірності їх настання, їхню оцінку (визначення можливого розміру фінансових втрат) та нейтралізацію (внутрішнє і зовнішнє їх страхування) – це:**
- 24.1. Політика управління.
 - 24.2. Ідентифікація окремих видів.
 - 24.3. Ризик-менеджмент.
 - 24.4. Опціон.

25. До групи ринкового ризику відносяться:

- 25.1. Валютний ризик.
- 25.2. Інфляційний ризик.
- 25.3. Ризик, пов'язаний зі структурою капіталу.
- 25.4. Податковий ризик.

 Задачі для набуття практичних навичок

Задача 7.1

Порівняти рівень ризику інвестиційних проектів (проекту «А», проекту «Б» і проекту «В»), використовуючи статистичний підхід до оцінки ризикованості проектів (за допомогою показників середньоквадратичного відхилення і коефіцієнту варіації прогнозованих доходів) на основі наступних даних:

Інформація про альтернативні інвестиційні проекти

Проект	Оцінка можливого результату	Прогнозований дохід від проекту, тис. грн	Значення ймовірності
А	Песимістична	350	0,20
	Стримана	600	0,60
	Оптимістична	850	0,20
Б	Песимістична	200	0,25
	Стримана	400	0,50
	Оптимістична	600	0,25
В	Песимістична	300	0,15
	Стримана	500	0,60
	Оптимістична	900	0,25

Прокоментувати недоліки цього підходу до оцінки рівня ризику проектів.

Задача 7.2

Підприємство розглядає можливості щодо диверсифікації портфеля фінансових інвестицій. У зв'язку із цим фінансовому аналітику доручено дослідити рівень ризику по акціям трьох підприємств (А, Б, В) та оцінити рівень премії за ризик, суму премії за ризик і необхідний

загальний рівень дохідності по кожній акції. Середня норма дохідності на фондовому ринку становить 15%, безризикова норма дохідності – 7%. Бета-коефіцієнт по акціях А, Б, В становить відповідно: 0,7; 1,0, 1,3, а ціна на фондовому ринку – 110 грн, 80 грн та 100 грн відповідно.

Задача 7.3

Підприємство розглядає два варіанти страхування фінансових ризиків: самострахування та передачу ризику страховику. Застосовуючи методику оцінки ефективності страхування фінансових ризиків на основі Моделі Хаустона, обґрунтуйте доцільність (чи недоцільність) зовнішнього страхування фінансового ризику.

- Вартість активів підприємства на початок страхового періоду становить 900 тис. грн.
- Очікуваний рівень збитку при реалізації фінансового ризику коливається у межах 20–80 тис. грн.
- Розмір страхової премії по даному виду фінансового ризику становить 60 тис. грн.
- Страхове відшкодування сплачується у повному обсязі фактичного збитку дезфраншизи.
- Розмір резервного фонду, який необхідно сформувати при самострахуванні фінансового ризику, становитиме 50 тис. грн.
- Середній рівень рентабельності короткострокових фінансових інвестицій – 6%.
- Страховий період становить 1 рік.

Задача 7.4

Підприємство розглядає чотири альтернативні фінансові операції в умовах невизначеності. Фінансові аналітики підприємства, виходячи з фінансової філософії компанії, її схильності до ризику на основі «функції корисності Неймана-Монгерштерна» побудували «Матрицю корисності» альтернативних фінансових рішень. Користуючись цією матрицею, визначте найменш ризиковану фінансову операцію керуючись:

- а) критерієм Вальда (критерієм «макси міну»);
- б) критерієм «макси максу»;
- в) критерієм Гурвіца (за умови, що α -коефіцієнт становить 0,7).

Розділ 7. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

«Матриця корисності» альтернатив фінансових рішень

Варіанти альтернатив прийняття фінансових рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій (значення дохідності операції)			
	C1	C2	C3	C4
A1	250	160	200	175
A2	140	200	320	210
A3	210	180	270	150
A4	175	190	130	240

Задача 7.5

Керівництво підприємства, яке не схильне до реалізації ризикових проектів, розглядає чотири альтернативні фінансові операції в умовах невизначеності. Фінансові аналітики підприємства побудували «Матрицю втрат» альтернативних фінансових рішень. Користуючись цією матрицею та керуючись критерієм Севіджа, визначте найменш ризиковану фінансову операцію.

«Матриця втрат» альтернатив фінансових рішень

Варіанти альтернатив прийняття фінансових рішень	Варіанти ситуацій розвитку подій (значення фінансових втрат по операції)			
	C1	C2	C3	C4
A1	25	16	20	17
A2	14	20	32	21
A3	21	18	27	15
A4	17	19	13	24

Задача 7.6

Підприємство зберігає 100 тис. грн страхового запасу грошових активів у доларах США та 150 тис. грн у євро. Фінансовому підрозділу дане завдання оцінити ймовірний максимальний обсяг збитків (у сумі VAR) через одноденне коливання курсу валют.

Поточну динаміку змін курсу валют протягом останніх трьох місяців взяти із даних сайту: finance.ua

РОЗДІЛ 8

АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Глава 20

ЗАГАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

20.1. Сутність і класифікація фінансових криз підприємства

Фінансова криза підприємства є однією із найбільш серйозних форм порушення його фінансової рівноваги, що відображає циклічно виникаючі протягом його життєвого циклу під впливом різноманітних факторів протиріччя між фактичним станом його фінансового потенціалу й необхідним обсягом фінансових потреб, що має найнебезпечніші потенційні загрози його функціонуванню.

Фінансові кризи підприємства класифікуються за наступними основними ознаками (рис. 20.1).

1. За джерелами генерування фінансова криза підрозділяється на такі групи:

- *фінансова криза, яка генерується внутрішніми факторами.*

Такими факторами можуть бути неефективне фінансове управління, неправильно обрана фінансова політика по окремих аспектах фінансової діяльності, недооцінка окремих видів фінансових ризиків, висока середньозважена вартість капіталу та інші.



Рис. 20.1. Класифікація фінансових криз підприємства по основних ознаках

Як правило, така фінансова криза може бути відносно швидко усунена за рахунок внутрішніх механізмів антикризового фінансового управління;

- *фінансова криза, яка генерується зовнішніми факторами.* Прикладом таких факторів можуть слугувати жорсткість податкового регулювання господарської діяльності підприємства, несприятливі зміни кон'юнктури фінансового ринку тощо;

- *фінансова криза, котра генерується як внутрішніми, так і зовнішніми факторами.* Така криза є найбільш складною за можливостями вирішення і має більш тривалий характер.

2. За масштабами охоплення фінансову кризу розділяють, як правило, на дві групи:

- *структурна фінансова криза,* спричинена поступовим тривалим нарощенням диспропорцій в окремих параметрах фінансового потенціалу, характеризує невідповідність структурних пропорцій цих параметрів умовам, фінансовій діяльності, що змінилися, й вимогам фінансової безпеки підприємства (цей вид кризи іноді характеризується як локальна фінансова криза);

- *системна фінансова криза,* що охоплює усі основні напрями й форми фінансової діяльності і відображає протиріччя усієї фінансової системи підприємства.

3. За структурними формами структурна фінансова криза підприємства може бути поділена на такі групи:

- *фінансова криза, спричинена неоптимальною структурою капіталу підприємства.* Внаслідок високої частки використовуваного позикового капіталу підприємство втрачає свою фінансову стійкість, змушене залучати фінансові ресурси із зовнішніх джерел на менш вигідних умовах, що в остаточному підсумку обмежує можливості формування його чистого грошового потоку;

- *фінансова криза, спричинена неоптимальною структурою активів підприємства.* Така неоптимальність визначається насамперед високою часткою необоротних активів підприємства, що спричиняє уповільнення обороту усього авансованого капіталу. Окрім того, неоптимальність структури активів характеризується й високою часткою низьколіквідних активів у загальному складі оборотних коштів підприємства;

- *фінансова криза, спричинена незбалансованістю грошових потоків підприємства.* Таку форму структурної кризи породжує незбалансованість обсягів позитивних і негативних грошових потоків підприємства, а також несинхронність їхнього формування у часі. Наслідком такої незбалансованості є зниження рівня платоспроможності підприємства;

- *фінансова криза, спричинена неоптимальною структурою інвестицій.* Така неоптимальність викликається надмірною часткою значних за обсягом реальних інвестиційних проектів, превалюванням інвестиційних проектів з високим періодом окупності, а також реалізованих проектів з переважно позиковими джерелами фінансування;

- *фінансова криза, спричинена неоптимальністю структури інших параметрів фінансової діяльності підприємства.* До числа таких параметрів може належати склад портфеля дебіторської заборгованості підприємства, склад його витрат у розрізі постійних і змінних статей тощо.

4. За ступенем впливу на фінансову діяльність розрізняють:

- *легку фінансову кризу.* Як правило, до неї відносять одну з форм структурної фінансової кризи, що може бути швидко вирішена на основі використання окремих внутрішніх механізмів антикризового фінансового управління;

- *глибоку фінансову кризу.* До неї відносять, як правило, комплекс деяких форм структурної фінансової кризи, подолання якого вимагає повного використання усіх внутрішніх механізмів фінансової стабілізації, а у деяких випадках і окремих форм зовнішньої фінансової санації;

- *катастрофічну фінансову кризу.* Це один з найнебезпечніших видів системної кризи, подолання якого вимагає активного пошуку переважно зовнішніх ефективних форм санації.

5. За періодом протікання фінансову кризу підприємства диференціюють у такий спосіб:

- *короткострокова фінансова криза* може бути вирішена протягом декількох місяців (до одного кварталу);

- *середньострокова фінансова криза.* Тривалість такої кризи становить період до одного року;

- *довгострокова фінансова криза* може тривати більше одного року до повного її розв'язання.

6. За можливостями розв'язання виділяють:

- *фінансову кризу, котра вирішується на основі використання лише внутрішніх механізмів.* Склад таких механізмів визначається самим підприємством у процесі здійснення антикризового фінансового управління;

- *фінансову кризу, що вирішується за допомогою зовнішньої санації.* Така санація доповнює систему внутрішніх механізмів розв'язання кризи;

- *непереборну фінансову кризу.* Це крайня форма прояву фінансової кризи, що ідентифікується за результатами її діагностики, за якої будь-якої форми санації підприємства є неефективними із-за необоротних змін його фінансової структури.

7. За наслідками виділяють наступні види фінансової кризи підприємства:

- *фінансова криза, що призводить до відновлення фінансової діяльності у колишніх параметрах.* Такі наслідки характеризують, як правило, короткострокову структурну фінансову кризу у її легкій формі, спричинену короткостроковими змінами кон'юнктури фінансового або товарного ринку;

- *фінансова криза, яка призводить до відновлення фінансової діяльності на новій якісній основі.* Такі наслідки характерні переважно для системної кризи, котра розв'язується, як правило, за допомогою зовнішньої фінансової санації підприємства;

- *фінансова криза, що спричинила банкрутство (ліквідацію) підприємства.* Цей вид характеризує наслідки непереборної фінансової кризи підприємства.

Класифікація фінансової кризи підприємства за цією ознакою використовується зазвичай при оцінці результатів антикризового фінансового управління.

Залежно від специфіки фінансової діяльності й методів антикризового фінансового управління, що застосовуються, класифікація фінансових криз підприємства може бути доповнена й іншими її ознаками.

20.2. Сутність, завдання й принципи антикризового фінансового управління підприємством

Запобігання фінансовій кризі підприємства, ефективне її подолання та ліквідація її негативних наслідків забезпечується у процесі особливої системи управління фінансами, що отримала назву «*антикризового фінансового управління підприємства*».

Антикризове фінансове управління є системою принципів і методів розробки та реалізації комплексу спеціальних управлінських рішень, спрямованих на попередження й подолання фінансових криз підприємства, а також мінімізацію їхніх негативних фінансових наслідків.

Головна мета антикризового фінансового управління – відновлення фінансової рівноваги підприємства і мінімізація розмірів зниження його ринкової вартості, що спричиняється фінансовими кризами.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

У процесі реалізації своєї головної мети антикризове фінансове управління підприємством спрямоване на вирішення наступних **основних завдань** (табл. 20.1):

Таблиця 20.1

Система основних завдань, спрямованих на реалізацію головної мети антикризового фінансового управління підприємством

Головна мета антикризового фінансового управління	Основні завдання антикризового фінансового управління
ВІДНОВЛЕННЯ ФІНАНСОВОЇ РІВНОВАГИ ПІДПРИЄМСТВА ТА МІНІМІЗАЦІЇ ВТРАТ ЙОГО РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ, ЩО СПРИЧИНЯЄТЬСЯ ФІНАНСОВИМИ КРИЗАМИ	1. Своєчасне діагностування передкризового фінансового стану підприємства та прийняття необхідних превентивних заходів для запобігання фінансовій кризі. 2. Усунення неплатоспроможності підприємства. 3. Відновлення фінансової стійкості підприємства. 4. Запобігання банкрутству й ліквідації підприємства. 5. Мінімізація негативних наслідків фінансової кризи підприємства

1. Своєчасне діагностування передкризового фінансового стану підприємства й прийняття необхідних превентивних заходів щодо попередження фінансової кризи. Це завдання реалізується шляхом здійснення постійного моніторингу фінансового стану підприємства і факторів зовнішнього фінансового середовища, що мають найбільш істотний вплив на результати фінансової діяльності. Діагностика передкризового фінансового стану підприємства за результатами такого моніторингу у багатьох випадках дозволяє уникнути фінансової кризи за рахунок здійснення превентивних захисних заходів, або, щонайменше, істотно пом'якшити характер її наступного протікання. Вживання превентивних заходів по попередженню фінансової кризи підприємства є найбільш економічним напрямом антикризового фінансового управління, що забезпечує найбільший ефект (у вигляді зниження майбутніх втрат) на одиницю витрачених у цих цілях фінансових ресурсів.

2. Усунення неплатоспроможності підприємства. Це завдання є найбільш невідкладним у системі завдань антикризового фінансового управління підприємством при діагностуванні будь-якої форми його фінансової кризи. У деяких випадках реалізація тільки цього завдання дозволяє припинити поглиблення фінансової кризи підприємства, відновити його імідж серед господарських партнерів і отримати необхідний запас часу для реалізації інших антикризових заходів. Разом з тим, необхідно пам'ятати, що порушення платоспроможності – це лише один із зовнішніх симптомів прояву фінансових криз підприємства, тому усунення неплатоспроможності має здійснюватися не стільки за рахунок «латання дір», скільки шляхом усунення причин, які її генерують.

3. Відновлення фінансової стійкості підприємства – одне з основних завдань, що забезпечують реалізацію головної мети антикризового фінансового управління підприємством і вимагають найбільших зусиль та витрат фінансових ресурсів. Реалізація цього завдання здійснюється шляхом поетапної структурної перебудови усієї фінансової діяльності підприємства. У процесі такої фінансової реструктуризації підприємства у першу чергу має забезпечуватися оптимізація структури капіталу, оборотних активів і грошових потоків, а в окремих випадках знижуватися його інвестиційна активність.

4. Запобігання банкрутства й ліквідації підприємства. Таке завдання постає перед антикризовим фінансовим управлінням підприємством при діагностуванні глибокої або катастрофічної системної фінансової кризи. Як правило, внутрішні механізми фінансової стабілізації й обсяг власних ресурсів підприємства виявляються недостатніми для подолання такої фінансової кризи. Саме тому для запобігання банкрутства й ліквідації підприємства у процесі антикризового фінансового управління має забезпечуватися його ефективна зовнішня санація (з розробкою відповідного інвестиційного проекту санації).

5. Мінімізація негативних наслідків фінансової кризи підприємства. Це завдання реалізується шляхом закріплення позитивних результатів виходу підприємства зі стану фінансової кризи і стабілізації якісних структурних перетворень його фінансової діяльності з урахуванням її довгострокової перспективи. Ефективність заходів щодо подолання негативних наслідків фінансової кризи оцінюється за критерієм мінімізації втрат ринкової вартості підприємства у зіставленні з її докризовим рівнем.

Система антикризового фінансового управління базується на певних принципах. До числа основних таких принципів відносяться (рис. 20.2):

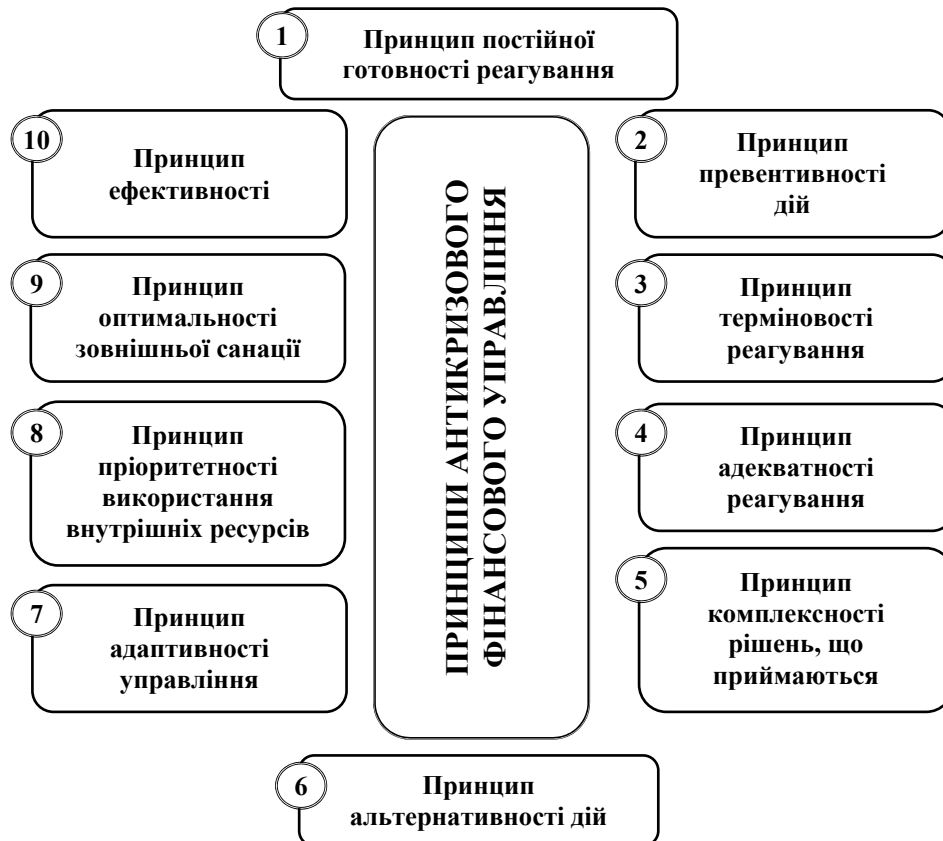


Рис. 20.2. Основні принципи антикризового фінансового управління підприємством

1. Принцип постійної готовності реагування. Теорія антикризового фінансового управління стверджує, що фінансова рівновага підприємства, яка досягається у результаті ефективного управління фінансами, є достатньо мінливою у динаміці. Її можлива зміна на будь-якому етапі економічного розвитку підприємства визначається природнім відгуком на зміну внутрішніх і зовнішніх умов його господарювання. Деякі із цих умов посилюють конкурентну позицію підприємства, підвищують його фінансовий потенціал та ринкову вартість; інші – навпаки, викликають кризові явища у його фінансовому розвитку. Об’єктивність прояву цих умов у динаміці (тобто об’єктивна ймовірність виникнення фінансових криз підприємства) визначає необхідність підтримки постійної готовності фінансових менеджерів до можливого порушення фінансової рівноваги підприємства на будь-якому етапі його економічного розвитку.

2. Принцип превентивності дій. Цей принцип припускає, що краще запобігти загрозі фінансової кризи, аніж здійснювати її розв'язання і забезпечувати нейтралізацію її негативних наслідків. Тому у тих випадках, коли фінансова криза може бути попереджена (якщо її виникнення генерується тільки внутрішніми факторами або зовнішніми факторами, які піддаються нейтралізації), принцип превентивності дій набуває першочергового значення. Реалізація цього принципу забезпечується ранньою діагностикою передкризового фінансового стану підприємства і своєчасним використанням можливостей нейтралізації фінансової кризи. У цьому випадку антикризове фінансове управління використовує методологію «управління за слабкими сигналами».

3. Принцип терміновості реагування. Відповідно до теорії антикризового фінансового управління кожен з негативних проявів фінансової кризи не тільки має тенденцію до розширення з кожним новим господарським циклом підприємства, але й породжує нові супутні йому негативні фінансові наслідки. Тому чим раніше будуть включені антикризові фінансові механізми по кожному кризовому симптому, що діагностується, тим більші можливості до відновлення порушеної рівноваги буде мати підприємство.

4. Принцип адекватності реагування. Система фінансових механізмів по нейтралізації загрози фінансової кризи або її розв'язання у переважаючій частині пов'язана з витратами фінансових ресурсів або втратами, пов'язаними з нереалізованими можливостями (які викликані скороченням обсягів операційної діяльності, призупиненням реалізації інвестиційних проектів тощо). При цьому рівень цих витрат і втрат перебуває у прямій залежності від цілеспрямованості фінансових механізмів такої нейтралізації і масштабів їхнього використання. Тож «включення» окремих механізмів нейтралізації загрози фінансової кризи та її розв'язання має виходити з реального рівня такої загрози і бути йому адекватним. У протилежному випадку або не буде досягнуто очікуваного ефекту антикризового фінансового управління (якщо дія антикризових механізмів чи масштаби їхнього застосування недостатні), або підприємство у процесі антикризового фінансового управління буде нести невиправдано високі витрати і втрати (якщо дія антикризових механізмів або масштаби їх застосування надлишкові для даного рівня загрози виникнення фінансової кризи або даної форми її прояву).

5. Принцип комплексності рішень, що приймаються. Практично кожна фінансова криза підприємства за джерелами факторів, які її генерують, а, відповідно, і за формами прояву своїх негативних наслідків

має комплексний характер. Аналогічний комплексний характер повинна мати і система антикризових заходів, що забезпечує ефективну нейтралізацію впливу таких факторів та їхніх негативних наслідків.

6. Принцип альтернативності дій. Цей принцип припускає, що кожне із прийнятих антикризових фінансових рішень має базуватися на розгляді максимально можливого числа їх альтернативних проектів з визначенням рівня їхньої результативності й оцінкою витрат. У процесі оцінки результативності таких альтернативних проектів рішень варто виходити з певних критеріїв, що забезпечують досягнення мети або окремих завдань антикризового фінансового управління.

7. Принцип адаптивності управління. У процесі розвитку фінансової кризи фактори, які її генерують, характеризуються, як правило, високою динамікою. Це визначає необхідність високого рівня гнучкості антикризового фінансового управління, його швидкої адаптації до мінливих умов зовнішнього і внутрішнього фінансового середовища.

8. Принцип пріоритетності використання внутрішніх ресурсів. У процесі антикризового управління, особливо на ранніх стадіях діагностики фінансової кризи, підприємство має розраховувати переважно на внутрішні фінансові можливості її нейтралізації. Досвід показує: якщо фінансова криза генерується лише фінансовими факторами, тобто має структурний характер, то при нормальних маркетингових позиціях підприємства вона повністю може бути вирішена за рахунок використання винятково внутрішніх механізмів антикризового управління і власних фінансових ресурсів. У цьому випадку підприємство може уникнути втрати керованості й процедур зовнішнього контролю своєї фінансової діяльності.

9. Принцип оптимальності зовнішньої санації. Якщо фінансова криза діагностована лише на пізній стадії свого розвитку, має системний характер і оцінюється як глибока або катастрофічна, а механізми її внутрішньої нейтралізації не дозволяють досягти рівноваги підприємства, воно повинне ініціювати свою зовнішню санацію. Така санація має бути спрямована на запобігання банкрутства й ліквідації підприємства в інших її формах. Принцип оптимальності зовнішньої санації припускає, що при виборі її форм і складу зовнішніх санаторів варто виходити із системи певних критеріїв, розроблювальних у процесі антикризового фінансового управління. Такими критеріями можуть бути збереження управління підприємством його початковими засновниками, мінімізація втрати ринкової вартості підприємства та інші.

10. Принцип ефективності. Реалізація цього принципу забезпечується зіставленням ефекту антикризового фінансового управління й пов'язаних з його реалізацією витрат фінансових ресурсів. Ефект антикризового фінансового управління може характеризуватися рівнем досягнення його окремих цілей – по запобіганню фінансової кризи, пом'якшенню негативних умов її протікання або пов'язаних з нею негативних фінансових наслідків. Враховуючи те, що виразити цей ефект у грошовій формі важко, оцінка ефективності окремих заходів антикризового фінансового управління має порівняльний характер (на основі зіставлення рівня досягнення окремих цілей та обсягу витрат фінансових ресурсів по альтернативних варіантах управлінських рішень).

Розглянуті принципи є основою організації системи антикризового фінансового управління підприємством.

20.3. Зміст процесу антикризового фінансового управління підприємством

Антикризове фінансове управління підприємством – це процес, основним змістом якого є підготовка, прийняття й реалізація управлінських рішень по попередженню фінансових криз, їх подоланню і мінімізації їхніх негативних наслідків. Особливістю цього управління порівняно з іншими функціональними видами управління підприємством є те, що у силу кризових умов прийняття управлінських рішень часто здійснюється в умовах зниження керованості підприємства, дефіциту часу, високого ступеня невизначеності, конфліктності інтересів різних груп працівників. Для здійснення антикризового фінансового управління на підприємстві часто створюється спеціальна група висококваліфікованих менеджерів, яка наділяється особливими повноваженнями у прийнятті й реалізації управлінських рішень, а також відповідними фінансовими ресурсами.

Процес антикризового фінансового управління підприємством будується по наступних основних етапах (рис. 20.3):

1. Здійснення постійного моніторингу фінансового стану підприємства з метою раннього виявлення симптомів фінансової кризи. Такий моніторинг організовується у межах загального моніторингу фінансової діяльності підприємства як його самостійний блок з метою виявлення ранніх ознак можливої фінансової кризи.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

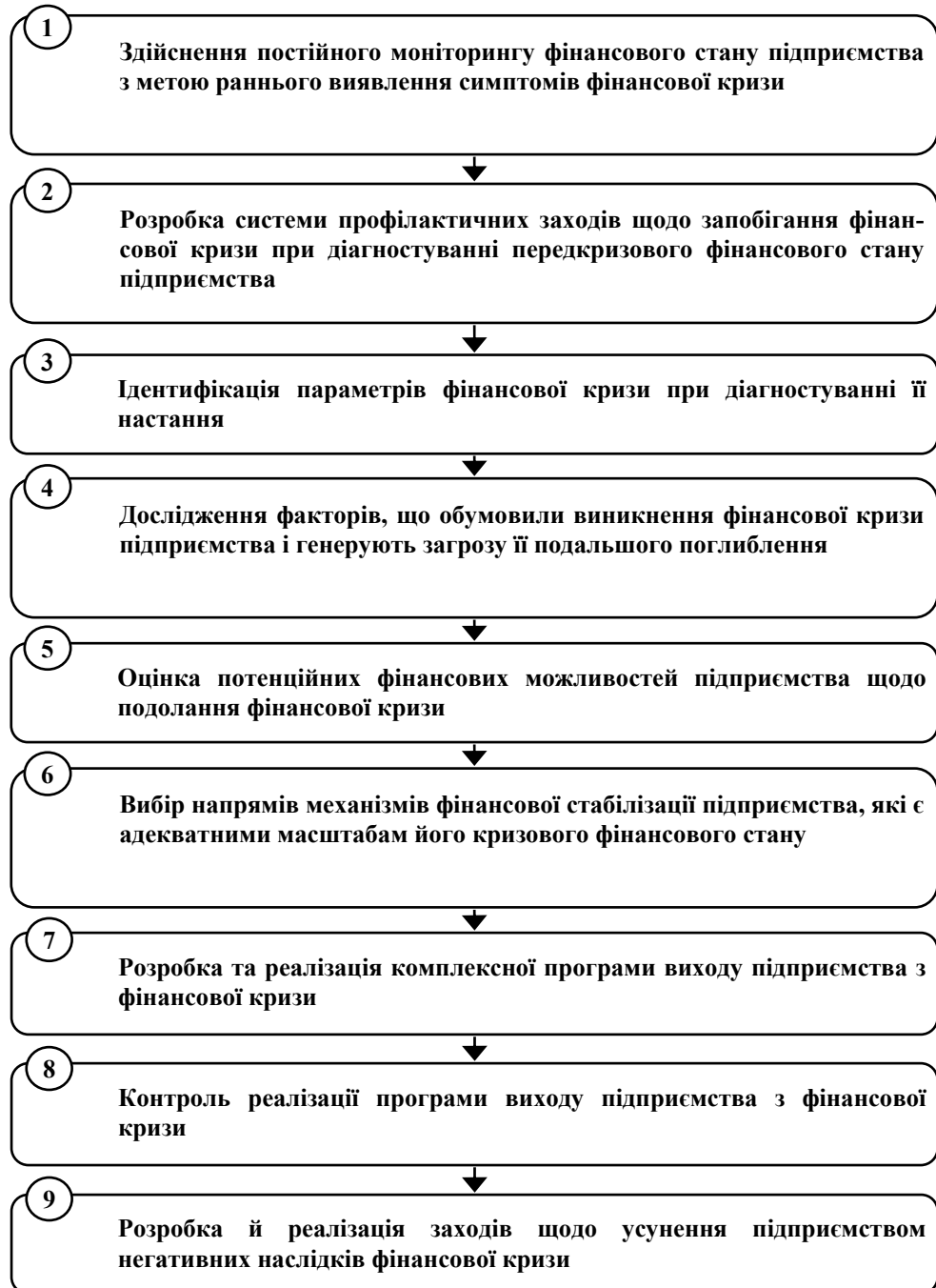


Рис. 20.3. Основні етапи процесу антикризового фінансового управління підприємством

- *На першій стадії* у системі загального фінансового моніторингу встановлюється особлива група об'єктів спостереження, що формують можливе «кризове поле», тобто параметрів фінансового стану підприємства, порушення яких свідчить про його кризовий розвиток.

- *На другій стадії* у розрізі кожного з параметрів «кризового поля» формується система показників моніторингу – «індикаторів кризового розвитку». До системи таких індикаторів включаються як традиційні, так і спеціальні фінансові показники, що відображають різні симптоми передкризового фінансового стану підприємства або його фінансової кризи.

- *На третій стадії* визначається періодичність спостереження показників – «індикаторів кризового розвитку». Як правило, показники цієї групи спостерігаються з найбільш високою періодичністю у загальній системі фінансового моніторингу. Більш того, у періоди високої динаміки факторів зовнішнього фінансового середовища, які реалізують загрозу фінансової кризи підприємства, основні із цих показників вимагають щоденного спостереження.

- *На четвертій стадії* за результатами моніторингу визначаються розміри відхилень фактичних значень показників – «індикаторів кризового розвитку» від передбачених (планових, нормативних).

- *На п'ятій стадії* проводиться аналіз відхилень показників по кожному з параметрів «кризового поля». У процесі аналізу встановлюється ступінь відхилень, причини, які їх викликали, а також можливий вплив таких відхилень на кінцеві результати фінансової діяльності.

- *На шостій стадії* за результатами моніторингу здійснюється попередня діагностика характеру розвитку фінансової діяльності підприємства та його фінансового стану. У процесі такої діагностики констатується «нормальний», «передкризовий» або «кризовий» фінансовий стан підприємства.

2. Розробка системи профілактичних заходів щодо запобігання фінансовій кризі при діагностуванні передкризового фінансового стану підприємства. Антикризове фінансове управління підприємством на цьому етапі характеризується як «управління за слабкими сигналами», має переважно превентивну спрямованість.

- *На першій стадії* оцінюється можливість запобігання фінансовій кризі в умовах майбутньої динаміки факторів зовнішнього і внутрішнього фінансового середовища підприємства.

- *На другій стадії*, залежно від результатів такої оцінки, диференціюються напрями дій – їхня спрямованість на запобігання фінансової кризи або на пом'якшення умов її майбутнього протікання (якщо у силу активного впливу факторів зовнішнього фінансового середовища запобігання фінансовій кризі є неможливим).

- *На третій стадії* розробляється система превентивних антикризових заходів, спрямованих на нейтралізацію загрози фінансової кризи. Основними з таких превентивних заходів є: скорочення обсягу фінансових операцій за найбільш ризиковими напрямками фінансової діяльності підприємства; підвищення рівня внутрішнього і зовнішнього страхування фінансових ризиків, пов'язаних з факторами, що генерують загрозу фінансової кризи; реалізація частини зайвих або активів підприємства, що не використовуються, з метою збільшення резервів фінансових ресурсів; конверсія у грошову форму дебіторської заборгованості та еквівалентів грошових коштів.

- *На четвертій стадії* за результатами реалізації превентивних антикризових заходів визначається їхня ефективність (за рівнем досягнення поставлених цілей) і за необхідності приймаються додаткові заходи.

3. Ідентифікація параметрів фінансової кризи при діагностуванні її настання. Така ідентифікація здійснюється на основі класифікації фінансових криз підприємства за результатами моніторингу показників – «індикаторів кризового розвитку».

- *На першій стадії* ідентифікується масштаб охоплення фінансової діяльності підприємства фінансовою кризою, тобто визначається, має вона системний чи структурний характер. Якщо фінансова криза ідентифікована як структурна, то визначається її переважна структурна форма.

- *На другій стадії* ідентифікується ступінь впливу фінансової кризи на фінансову діяльність, тобто виявляється, має вона легкий, глибокий або катастрофічний характер. Кожна із цих форм фінансової кризи у процесі ідентифікації може мати більш диференційовану оцінку.

- *На третій стадії*, з урахуванням раніше проведених оцінок, прогнозується можливий період протікання фінансової кризи підприємства.

При необхідності у процесі ідентифікації параметрів фінансової кризи можуть бути використані й інші ознаки її класифікації.

4. Дослідження факторів, що обумовили виникнення фінансової кризи підприємства і генерують загрозу її подальшого поглиблення. Це дослідження послідовно здійснюється у такий спосіб:

- *на першій стадії* ідентифікуються окремі фактори фінансової кризи. У процесі такої ідентифікації уся їхня сукупність підрозділяється на зовнішні і внутрішні фактори;
- *на другій стадії* досліджується ступінь впливу окремих факторів на форми й масштаби фінансової кризи підприємства у розрізі окремих параметрів «кризового поля»;
- *на третій стадії* прогнозується розвиток факторів фінансової кризи та їхній сукупний негативний вплив на розвиток фінансової діяльності підприємства.

5. Оцінка потенційних фінансових можливостей підприємства щодо подолання фінансової кризи. Така оцінка багато у чому визначає спрямованість антикризових заходів та інтенсивність використання стабілізаційних механізмів.

- *На першій стадії* оцінюється обсяг чистого грошового потоку підприємства, що генерується у кризових умовах його функціонування, і ступінь його достатності для подолання фінансової кризи.
- *На другій стадії* оцінюється стан страхових резервів фінансових ресурсів підприємства та їхня адекватність масштабам загроз, які генеруються фінансовою кризою.
- *На третій стадії* визначаються можливі напрями економії фінансових ресурсів підприємства у період протікання фінансової кризи (економія поточних витрат, пов'язана зі здійсненням операційної діяльності; економія інвестиційних ресурсів за рахунок призупинення реалізації окремих реальних інвестиційних проектів тощо).
- *На четвертій стадії* визначаються можливі альтернативні зовнішні джерела формування фінансових ресурсів, які необхідні для функціонування підприємства у кризових умовах, його виходу зі стану фінансової кризи.
- *На п'ятій стадії* оцінюється якісний стан фінансового потенціалу підприємства з позицій можливого подолання фінансової кризи – рівень кваліфікації фінансових менеджерів, їхня спроможність до швидкого реагування на зміни факторів зовнішнього фінансового середовища, ефективність організаційної структури фінансового управління тощо.

6. Вибір напрямів механізмів фінансової стабілізації підприємства, які є адекватними масштабам його кризового фінансового стану. Вибір таких механізмів покликаний стабілізувати фінансовий стан підприємства шляхом відповідних перетворень найважливіших параметрів його фінансової структури – структури капіталу, структури активів, структури грошових потоків, структури джерел формування фінансових ресурсів, структури інвестиційного портфеля тощо.

Вибір конкретних механізмів фінансової стабілізації у процесі реструктуризації основних параметрів фінансової діяльності підприємства в умовах його кризового розвитку має бути спрямований на поетапне рішення наступних завдань:

- усунення неплатоспроможності;
- відновлення фінансової стійкості;
- фінансове забезпечення стійкого росту підприємства у довгостроковій перспективі.

7. Розробка та реалізація комплексної програми виходу підприємства з фінансової кризи. Така комплексна програма розробляється, як правило, у формі двох альтернативних документів – комплексного плану заходів щодо виходу підприємства зі стану фінансової кризи або інвестиційного проекту фінансової санації підприємства.

Комплексний план заходів щодо виходу підприємства зі стану фінансової кризи розробляється у тих випадках, коли передбачається використання переважно внутрішніх механізмів фінансової стабілізації у межах обсягу фінансових ресурсів, сформованих із внутрішніх джерел. Цей план містить наступні основні розділи:

- перелік антикризових заходів;
- обсяг фінансових ресурсів, які виділяються для їх реалізації;
- строки реалізації окремих антикризових заходів;
- особи, відповідальні за реалізацію окремих антикризових заходів;
- очікувані результати фінансової стабілізації.

Інвестиційний проект фінансової санації підприємства розробляється у тих випадках, коли підприємство для виходу з фінансової кризи передбачає залучити зовнішніх санаторів. Такий проект має форму бізнес-плану санації і містить, як правило, основні розділи, представлені на рис. 20.4:



Рис. 20.4. Склад основних розділів бізнес-плану санації підприємства

Після розробки й затвердження комплексної програми виходу підприємства з фінансової кризи підприємство приступає до її реалізації.

8. Контроль реалізації програми виходу підприємства з фінансової кризи покладається зазвичай на головних менеджерів підприємства. Основна частина заходів комплексної програми виходу підприємства з фінансової кризи контролюється у системі оперативного фінансового контролінгу, організованого на підприємстві. Результати контролю виконання програми вимагають періодичного обговорення з метою внесення необхідних коректив, спрямованих на підвищення ефективності антикризових заходів.

9. Розробка й реалізація заходів щодо усунення підприємством негативних наслідків фінансової кризи. Система таких заходів на кожному підприємстві має індивідуалізований характер і спрямована на наступну стабілізацію якісних структурних перетворень його фінансової діяльності.

Глава 21

ДІАГНОСТИКА ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ ПІДПРИЄМСТВА

**21.1. Система експрес-діагностики кризових симптомів
фінансового розвитку підприємства**

Оцінка кризових симптомів підприємства і діагностування його фінансової кризи здійснюється задовго до прояву її явних ознак. Така оцінка й прогнозування розвитку кризових симптомів фінансової діяльності підприємства є предметом діагностики фінансової кризи.

Діагностика фінансової кризи – це система цільового фінансового аналізу, спрямованого на виявлення можливих тенденцій і негативних наслідків кризового розвитку підприємства.

Залежно від цілей та методів проведення, діагностика фінансової кризи підприємства поділяється на дві основні системи:

- 1) систему експрес-діагностики фінансової кризи;
- 2) систему фундаментальної діагностики фінансової кризи.

У цьому розділі розглядається зміст системи експрес-діагностики симптомів фінансової кризи, здійснюваної на підприємстві.

Експрес-діагностика фінансової кризи характеризує систему регулярної оцінки кризових параметрів фінансового розвитку підприємства, яка здійснюється на базі даних його фінансового обліку по стандартних алгоритмах аналізу.

Основною метою експрес-діагностики фінансової кризи є раннє виявлення ознак кризового розвитку підприємства та попередня оцінка масштабів його кризового стану.

Експрес-діагностика фінансової кризи здійснюється по наступних основних етапах (рис. 21.1).

1. Визначення об'єктів спостереження «кризового поля», що реалізує загрозу виникнення фінансової кризи підприємства. Досвід показує: у сучасних економічних умовах практично всі аспекти фінансової діяльності підприємства можуть генерувати загрозу його банкрутства. Саме тому система спостереження «кризового поля» має будуватися з урахуванням ступеня генерування цієї загрози шляхом виділення найбільш істотних об'єктів за таким критерієм. З цих позицій система спостереження «кризового поля» підприємства може бути представлена основними об'єктами (параметрами), наведеними на рис. 21.2:

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

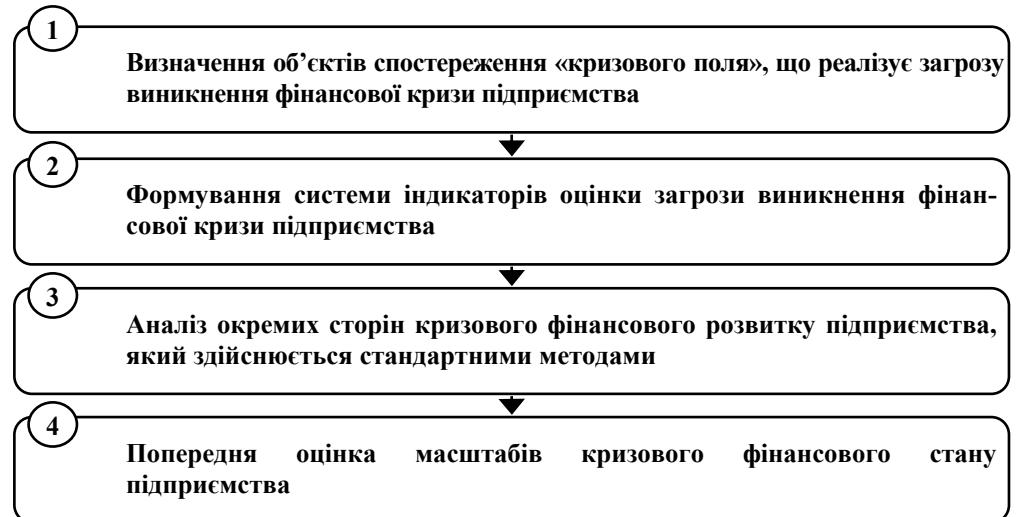


Рис. 21.1. Основні етапи проведення експрес-діагностики фінансової кризи підприємства



Рис. 21.2. Основні об'єкти спостереження «кризового поля» підприємства, що включаються у систему моніторингу його поточної фінансової діяльності

2. Формування системи індикаторів оцінки загрози виникнення фінансової кризи підприємства. Система таких індикаторів формується по кожному об'єкту спостереження «кризового поля». У процесі формування усі показники-індикатори підрозділяються на об'ємні (виражені абсолютною сумою) і структурні (виражені відносними показниками). Найважливіші із цих індикаторів оцінки загрози виникнення фінансової кризи представлені у табл. 21.1.

Наведена система індикаторів оцінки загрози банкрутства підприємства може бути розширена з урахуванням особливостей його фінансової діяльності і цілей діагностики.

Таблиця 21.1

**Система найважливіших індикаторів оцінки загрози
виникнення фінансової кризи підприємства у розрізі окремих
об'єктів спостереження «кризового поля»**

Об'єкти спостереження «кризового поля»	Показники-індикатори	
	Об'ємні	Структурні
I. ЧИСТИЙ ГРОШОВИЙ ПОТІК ПІДПРИЄМСТВА	1. Сума чистого грошового потоку по підприємству у цілому. 2. Сума чистого грошового потоку по операційній діяльності підприємства	1. Коефіцієнт достатності чистого грошового потоку. 2. Коефіцієнт ліквідності грошового потоку. 3. Коефіцієнт ефективності грошового потоку. 4. Коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку
II. РИНКОВА ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА	1. Сума чистих активів підприємства за ринковою вартістю	1. Ринкова вартість підприємства. 2. Вартість підприємства за коефіцієнтом капіталізації прибутку
III. СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА	1. Сума власного капіталу підприємства. 2. Сума позикового капіталу підприємства	1. Коефіцієнт автономії. 2. Коефіцієнт фінансування (коефіцієнт фінансового левериджу). 3. Коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності
IV. СКЛАД ФІНАНСОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ ПІДПРИЄМСТВА ПО ТЕРМІНОВОСТІ ПОГАШЕННЯ	1. Сума довгострокових фінансових зобов'язань. 2. Сума короткострокових фінансових зобов'язань.	1. Коефіцієнт співвідношення довгострокових і короткострокових фінансових зобов'язань

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 21.1

Об'єкти спостереження «кризового поля»	Показники-індикатори	
	Об'ємні	Структурні
	3. Сума фінансового кредиту. 4. Сума товарного (комерційного) кредиту. 5. Сума поточних зобов'язань за розрахунками	2. Коефіцієнт співвідношення притягнутого фінансового й товарного кредиту. 3. Коефіцієнт невідкладних фінансових зобов'язань у загальній їх сумі. 4. Період обороту кредиторської заборгованості
V. СКЛАД АКТИВІВ ПІДПРИЄМСТВА	1. Сума необоротних активів. 2. Сума оборотних активів. 3. Сума поточної дебіторської заборгованості, у тому числі простроченої. 4. Сума грошових активів	1. Коефіцієнт маневреності активів. 2. Коефіцієнт забезпеченості високоліквідними активами. 3. Коефіцієнт забезпеченості готовими засобами платежу. 4. Коефіцієнт поточної платоспроможності. 5. Коефіцієнт абсолютної платоспроможності. 6. Коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості. 7. Період обороту дебіторської заборгованості. 8. Тривалість операційного циклу
VI. СКЛАД ПОТОЧНИХ ВИТРАТ ПІДПРИЄМСТВА	1. Загальна сума поточних витрат. 2. Сума постійних поточних витрат	1. Рівень поточних витрат до обсягу реалізації продукції. 2. Рівень змінних поточних витрат. 3. Коефіцієнт операційного левериджу
VII. РІВЕНЬ КОНЦЕНТРАЦІЇ ФІНАНСОВИХ ОПЕРАЦІЙ У ЗОНІ ПІДВИЩЕНОГО РИЗИКУ		1. Коефіцієнт критичного ризику. 2. Коефіцієнт катастрофічного ризику

3. Аналіз окремих сторін кризового фінансового розвитку підприємства, який здійснюється стандартними методами. Основу такого аналізу становить порівняння фактичних показників-індикаторів із плановими (нормативними) і виявлення розмірів відхилень у динаміці. Зростання розміру негативних відхилень у динаміці характеризує нарощування кризових явищ фінансової діяльності підприємства, які генерують загрозу виникнення його фінансової кризи.

У процесі аналізу окремих сторін кризового фінансового розвитку підприємства використовуються такі стандартні методи:

- горизонтальний (трендовий) фінансовий аналіз;
- вертикальний (структурний) фінансовий аналіз;
- порівняльний фінансовий аналіз;
- аналіз фінансових коефіцієнтів;
- аналіз фінансових ризиків;
- інтегральний фінансовий аналіз, який ґрунтується на «Моделі Дюпона».

4. Попередня оцінка масштабів кризового фінансового стану підприємства проводиться на основі аналізу окремих сторін кризового розвитку підприємства за ряд попередніх етапів. Практика фінансового менеджменту використовує при оцінці масштабів кризового фінансового стану підприємства три принципових характеристики:

- легка фінансова криза;
- глибока фінансова криза;
- катастрофічна фінансова криза (фінансова катастрофа).

При необхідності кожна із цих характеристик може мати більш поглиблену диференціацію.

Система експрес-діагностики забезпечує раннє виявлення ознак кризового розвитку підприємства і дозволяє вжити оперативних заходів по їхній нейтралізації. Її попереджувальний ефект найбільш відчутний на стадії легкої фінансової кризи підприємства. При інших масштабах кризового фінансового стану підприємства вона обов'язково має доповнюватися системою фундаментальної діагностики.

21.2. Система фундаментальної діагностики фінансової кризи підприємства

Фундаментальна діагностика фінансової кризи характеризує систему оцінки параметрів кризового фінансового розвитку підприємства, здійснюваної на основі методів факторного аналізу й прогнозування.

Основними цілями фундаментальної діагностики фінансової кризи є:

- поглиблення результатів оцінки кризових параметрів фінансового розвитку підприємства, отриманих у процесі експрес-діагностики;
- підтвердження отриманої попередньої оцінки масштабів кризового фінансового стану підприємства;
- прогнозування розвитку окремих факторів, які генерують загрозу фінансової кризи підприємства, та їхніх негативних наслідків;
- оцінка й прогнозування здатності підприємства до нейтралізації фінансової кризи за рахунок внутрішнього фінансового потенціалу.

Фундаментальна діагностика фінансової кризи здійснюється по наступних основних етапах (рис. 21.3):

У процесі вивчення й оцінки ці фактори підрозділяються на дві основні групи:

- 1) не залежні від діяльності підприємства (зовнішні або екзогенні фактори);
- 2) залежні від діяльності підприємства (внутрішні або ендогенні фактори).

Зовнішні фактори кризового фінансового розвитку в свою чергу підрозділяються при аналізі на три підгрупи:

а) *соціально-економічні фактори загального розвитку країни*. У складі цих факторів розглядаються лише ті, які впливають на господарську діяльність даного підприємства, тобто формують загрозу його фінансової кризи;

б) *ринкові фактори*. При розгляді цих факторів досліджуються негативні для даного підприємства тенденції розвитку товарних (як по сировині й матеріалам, так і по продукції, що випускається) і фінансового ринків;

в) *інші зовнішні фактори*. Їх склад підприємство визначає самостійно з урахуванням специфіки своєї діяльності.

Основні фактори цієї групи наведені на рис. 21.4.

Внутрішні фактори кризового фінансового розвитку при аналізі також підрозділяються на три підгрупи залежно від особливостей формування грошових потоків підприємства:

- а) *фактори, пов'язані з операційною діяльністю*;

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

б) фактори, пов'язані з інвестиційною діяльністю;
в) фактори, пов'язані з фінансовою діяльністю. Основні фактори цієї групи наведені на рис. 21.5.

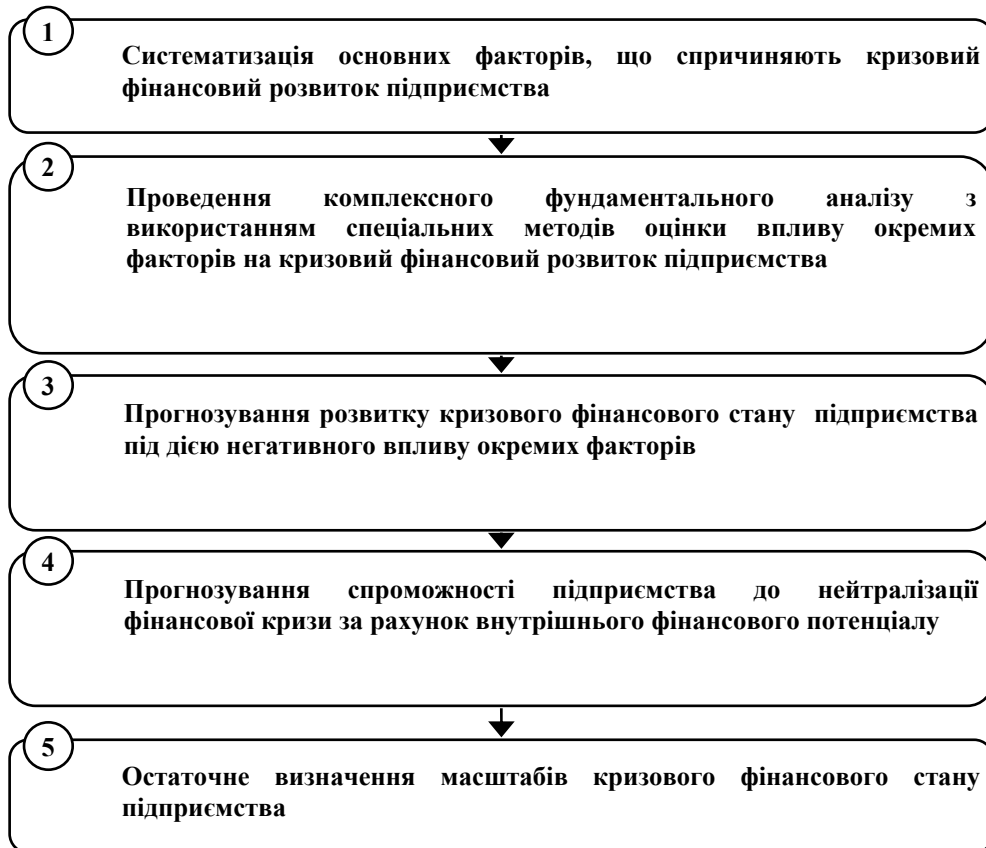


Рис. 21.3. Основні етапи проведення фундаментальної діагностики фінансової кризи

1. Систематизація основних факторів, що спричиняють кризовий фінансовий розвиток підприємства. Факторний аналіз і прогнозування становлять основу фундаментальної діагностики фінансової кризи, тому систематизації окремих факторів, які передбачається досліджувати, має бути приділена першочергова увага.

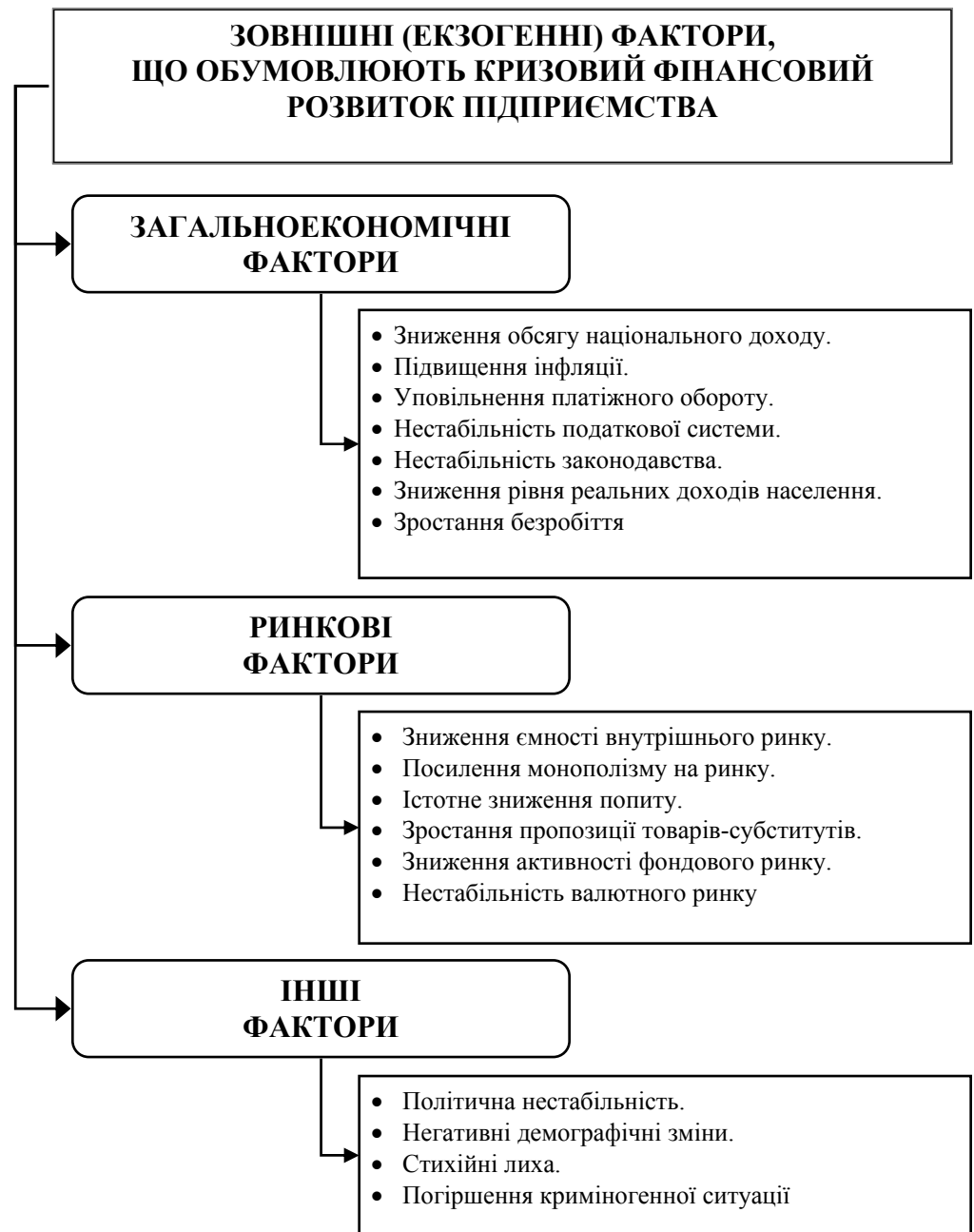


Рис. 21.4. Система основних зовнішніх факторів, що обумовлюють кризовий фінансовий розвиток підприємства

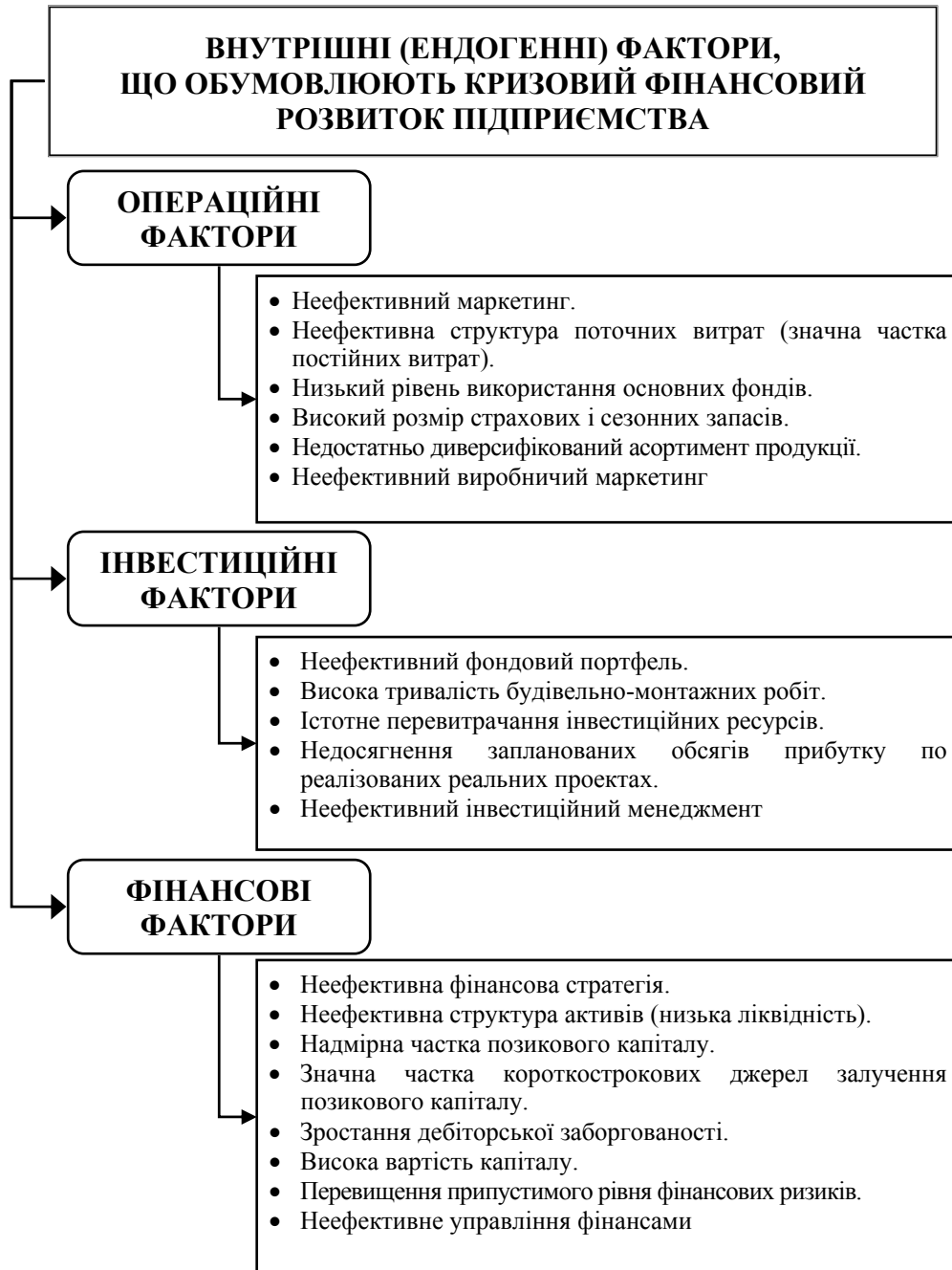


Рис. 21.5. Система основних внутрішніх факторів,
що обумовлюють кризовий фінансовий розвиток підприємства

2. Проведення комплексного фундаментального аналізу з використанням спеціальних методів оцінки впливу окремих факторів на кризовий фінансовий розвиток підприємства. Основу такого аналізу становить виявлення ступеня негативного впливу окремих факторів на різні аспекти фінансового розвитку підприємства. У процесі здійснення такого фундаментального аналізу використовуються наступні основні методи:

➡ **повний комплексний аналіз фінансових коефіцієнтів.** При здійсненні цього аналізу істотно розширюється коло об'єктів «кризового поля», а також система показників-індикаторів можливої загрози фінансової кризи;

➡ **кореляційний аналіз.** Цей метод використовується для визначення ступеня впливу окремих факторів на характер кризового фінансового розвитку підприємства. Кількісно ступінь цього впливу може бути вимірний за допомогою одно- або багатфакторних моделей кореляції. За результатами такої оцінки проводиться ранжирування окремих факторів за ступенем їхнього негативного впливу на фінансовий розвиток підприємства;

➡ **Свот-аналіз [SWOT-analysis].** Основним змістом Свот-аналізу є дослідження характеру сильних і слабких сторін підприємства у розрізі окремих внутрішніх ендегенних факторів, а також позитивного або негативного впливу окремих зовнішніх (екзогенних) факторів, що спричиняють кризовий фінансовий розвиток підприємства.

➡ **аналітична «Модель Альтмана»** є алгоритмом інтегральної оцінки загрози банкрутства підприємства, який ґрунтується на комплексному врахуванні найважливіших показників, що діагностують його кризовий фінансовий стан. На основі обстеження підприємств-банкрутів Е. Альтман визначив коефіцієнти значимості окремих факторів в інтегральній оцінці ймовірності банкрутства. Модель Альтмана має такий вигляд:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5, \quad (21.1)$$

де Z – інтегральний показник рівня загрози банкрутства (« Z -рахунок Альтмана»);

X_1 – відношення оборотних активів (робочого капіталу) до суми усіх активів підприємства;

X_2 – рівень рентабельності капіталу;

X_3 – рівень прибутковості активів;

X_4 – коефіцієнт співвідношення власного й позикового капіталу;

X_5 – оборотність активів (у кількості оборотів).

Рівень загрози банкрутства підприємства у моделі Альтмана оцінюється за наступною шкалою:

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Значення показника «Z»	Імовірність банкрутства
До 1,8	Надто висока.
1,81 – 2,7	Висока.
2,7 – 2,9	Можлива.
Понад 3,0	Дуже низька

Незважаючи на відносну простоту використання цієї моделі для оцінки фінансової кризи й загрози банкрутства, у наших економічних умовах вона не дозволяє отримати об'єктивний результат. Це викликається розходженнями у врахуванні окремих показників, впливом інфляції на їхнє формування, невідповідністю балансової й ринкової вартості окремих активів та іншими об'єктивними причинами, які визначають необхідність коректування коефіцієнтів значимості показників, наведених у моделі Альтмана, і врахування низки інших показників оцінки кризового розвитку підприємства.

3. Прогнозування розвитку кризового фінансового стану підприємства під дією негативного впливу окремих факторів.

Такий прогноз здійснюється на основі розробки спеціальних багатофакторних регресійних моделей, використання у цих цілях аналітичного апарату Свот-аналізу та інших методів, докладно розглянутих раніше при викладі принципів фундаментального аналізу. У процесі прогнозування враховуються фактори, які здійснюють найбільш істотний негативний вплив на фінансовий розвиток і генерують найбільшу загрозу фінансової кризи підприємства у майбутньому періоді.

4. Прогнозування спроможності підприємства до нейтралізації фінансової кризи за рахунок внутрішнього фінансового потенціалу. У процесі такого прогнозування визначається, як швидко та у якому обсязі підприємство здатне:

- забезпечити зростання чистого грошового потоку;
- знизити загальну суму фінансових зобов'язань;
- реструктуризувати свої фінансові зобов'язання шляхом переведення їх із короткострокових форм у довгострокові;
- знизити рівень поточних витрат і коефіцієнт операційного левериджу;
- знизити рівень фінансових ризиків у своїй діяльності;
- позитивно змінити інші фінансові показники, незважаючи на негативний вплив окремих факторів.

Узагальнюючу оцінку здатності підприємства до нейтралізації фінансової кризи у короткостроковому перспективному періоді дозволяє отримати прогнозований у динаміці коефіцієнт можливої нейтралізації короткострокової фінансової кризи підприємства, що розраховується за такою формулою:

$$КН_{\text{ФК}} = \frac{\text{ЧГП}}{\overline{\text{ФЗ}}}, \quad (21.2)$$

де $КН_{\text{ФК}}$ – коефіцієнт можливої нейтралізації короткострокової фінансової кризи підприємства у перспективному періоді;

ЧГП – очікувана сума чистого грошового потоку;

$\overline{\text{ФЗ}}$ – середня сума фінансових зобов'язань.

5. Остаточне визначення масштабів кризового фінансового стану підприємства. Ідентифікація масштабів кризового фінансового стану має включати аналітичні й прогностичні результати фундаментальної діагностики банкрутства і визначати можливі напрями відновлення фінансової рівноваги підприємства. У табл. 21.2 наведено критерії характеристик масштабів кризового фінансового стану підприємства, а також найбільш адекватні їм способи реагування (включення відповідних систем захисних фінансових механізмів).

Таблиця 21.2

**Масштаби кризового фінансового стану підприємства
та можливі шляхи виходу з нього**

Масштаб кризового стану підприємства	Спосіб реагування
Легка фінансова криза	Нормалізація поточної фінансової діяльності
Глибока фінансова криза	Повне використання внутрішніх механізмів фінансової стабілізації
Катастрофічна фінансова криза	Пошук ефективних форм зовнішньої санації (при невдачі – ліквідація)

Фундаментальна діагностика фінансової кризи дозволяє отримати найбільш розгорнуту картину кризового фінансового стану підприємства і конкретизувати форми й методи його майбутнього фінансового оздоровлення.

Глава 22

ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПРОЦЕСАМИ СТАБІЛІЗАЦІЇ,
РЕОРГАНІЗАЦІЇ І ЛІКВІДАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВА

22.1. Використання внутрішніх механізмів
фінансової стабілізації підприємства

Основна роль у системі антикризового управління підприємством приділяється широкому використанню внутрішніх механізмів фінансової стабілізації. Це пов'язане з тим, що успішне застосування таких механізмів дозволяє не тільки зняти фінансовий стрес загрози банкрутства, але й значним чином позбавити підприємство від залежності використання позикового капіталу, прискорити темпи його економічного розвитку.

Фінансова стабілізація підприємства в умовах кризової ситуації послідовно здійснюється за такими основними етапами (рис. 22.1):

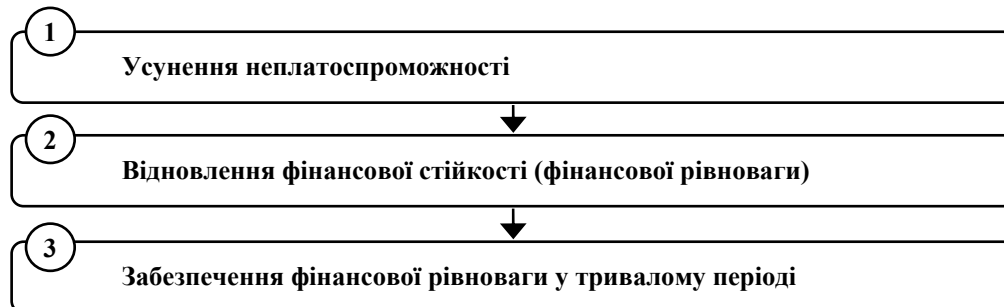


Рис. 22.1. Основні етапи фінансової стабілізації підприємства у процесі його виведення з фінансової кризи

1. Усунення неплатоспроможності. Незалежно від масштабів кризового стану підприємства, найбільш невідкладним завданням у системі заходів його фінансової стабілізації є відновлення здатності до здійснення платежів по своїх невідкладних фінансових зобов'язаннях для того, аби попередити виникнення процедури банкрутства.

2. Відновлення фінансової стійкості (фінансової рівноваги). Хоча неплатоспроможність підприємства може бути усунена протягом короткого періоду за рахунок здійснення низки аварійних фінансових

операцій, причини, що генерують неплатоспроможність, можуть залишатися незмінними, якщо не буде відновлена до безпечного рівня фінансова стійкість підприємства. Це дозволить усунути загрозу поновлення фінансової кризи не лише у короткому, але й у відносно більш тривалому проміжку часу.

3. Забезпечення фінансової рівноваги у тривалому періоді. Повна фінансова стабілізація досягається тільки тоді, коли підприємство забезпечило тривалу фінансову рівновагу у процесі свого майбутнього економічного розвитку, тобто створило передумови стабільного зниження вартості використовуваного капіталу і постійного росту своєї ринкової вартості. Це завдання вимагає прискорення темпів економічного розвитку на основі внесення певних коректив в окремі параметри фінансової стратегії підприємства. Скоригована з урахуванням несприятливих факторів фінансова стратегія підприємства має забезпечувати високі темпи стійкого росту його операційної діяльності при одночасній нейтралізації загрози його банкрутства у майбутньому періоді.

Кожному етапу фінансової стабілізації підприємства відповідають певні внутрішні механізми, які у практиці фінансового менеджменту прийнято підрозділяти на оперативний, тактичний і стратегічний (табл. 22.1).

Таблиця 22.1

**Внутрішні механізми фінансової стабілізації підприємства,
що відповідають основним етапам її здійснення**

Етапи фінансової стабілізації	Внутрішні механізми фінансової стабілізації		
	Оперативний	Тактичний	Стратегічний
1. Усунення неплатоспроможності	Система заходів, заснована на використанні принципу «відсікання зайвого»	-	—
2. Відновлення фінансової стійкості	—	Система заходів, заснована на використанні принципу «стиску підприємства»	—
3. Забезпечення фінансової рівноваги у тривалому періоді	—	—	Система заходів, заснована на використанні «моделі стійкого зростання»

Використовувані названі вище внутрішні механізми фінансової стабілізації мають «захисний» або «наступальний» характер.

Оперативний механізм фінансової стабілізації ґрунтується на принципі «відсікання зайвого», є захисною реакцією підприємства на несприятливий фінансовий розвиток і позбавлений будь-яких наступальних управлінських рішень.

Тактичний механізм фінансової стабілізації, використовуючи окремі захисні заходи, переважно є наступальною тактикою, спрямованою на перелом несприятливих тенденцій фінансового розвитку й вихід на межу фінансової рівноваги підприємства.

Стратегічний механізм фінансової стабілізації є винятково наступальною стратегією фінансового розвитку, що забезпечує оптимізацію необхідних фінансових параметрів, підпорядковану цілям прискорення усього економічного зростання підприємства.

Розглянемо більш докладно зміст кожного із внутрішніх механізмів, використовуваних на окремих етапах фінансової стабілізації підприємства.

1. Оперативний механізм фінансової стабілізації є системою заходів, спрямованою, з одного боку, на зменшення розміру поточних зовнішніх і внутрішніх фінансових зобов'язань підприємства у короткостроковому періоді, а з іншого боку – на збільшення суми грошових активів, що забезпечують термінове погашення цих зобов'язань. Принцип «відсікання зайвого», що знаходиться в основі цього механізму, визначає необхідність скорочення розмірів як поточних потреб (які викликають відповідні фінансові зобов'язання), так і окремих видів ліквідних активів (з метою їх термінової конверсії у грошову форму).

Вибір відповідного напряму оперативного механізму фінансової стабілізації диктується характером реальної неплатоспроможності підприємства, індикатором якої слугує коефіцієнт чистої поточної платоспроможності. На відміну від раніше розглянутого традиційного коефіцієнта поточної платоспроможності підприємства, він вимагає додаткового коректування (обумовленого кризовим фінансовим станом підприємства) як складу оборотних активів, так і складу короткострокових фінансових зобов'язань.

Зі складу оборотних активів виключається така неліквідна (у короткостроковому періоді) їхня частина:

- безнадійна дебіторська заборгованість;
- неліквідні запаси товарно-матеріальних цінностей.

Зі складу короткострокових фінансових зобов'язань виключається така їх внутрішня частина, котра може бути перенесена на період завершення фінансової стабілізації:

- розрахунки по нарахованих дивідендах і відсотках, що підлягають виплаті;
- розрахунки з дочірніми підприємствами (філіями).

З урахуванням внесення цих коректив коефіцієнт чистої поточної платоспроможності визначається за такою формулою:

$$K_{\text{чпп}} = \frac{OA - OA_H}{KFZ - KFZ_{B3}}, \quad (22.1)$$

де $K_{\text{чпп}}$ – коефіцієнт чистої поточної платоспроможності підприємства в умовах його кризового розвитку;

OA – сума усіх оборотних активів підприємства;

OA_H – сума неліквідних (у короткостроковому періоді) оборотних активів підприємства;

KFZ – сума усіх короткострокових (поточних) фінансових зобов'язань підприємства;

KFZ_{B3} – сума внутрішніх поточних зобов'язань підприємства за розрахунками, погашення яких може бути відкладене до завершення його фінансової стабілізації.

З урахуванням значення коефіцієнта чистої поточної платоспроможності підприємства напрями оперативного механізму його фінансової стабілізації можуть бути представлені такою схемою, наведеною на рис. 22.2.

Як видно зі схеми, основним змістом оперативного механізму фінансової стабілізації є забезпечення збалансування грошових активів і короткострокових фінансових зобов'язань підприємства, яке досягається різними методами залежно від умов реального фінансового стану підприємства.

Прискорення конверсії у грошові кошти частини ліквідних оборотних активів, що забезпечує зростання позитивного грошового потоку у короткостроковому періоді, досягається за рахунок таких основних заходів:

- ліквідації портфеля короткострокових фінансових інвестицій;
- прискорення інкасації поточної дебіторської заборгованості;

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

- зниження періоду надання покупцям товарного(комерційного) кредиту;
- збільшення розміру цінової знижки при здійсненні розрахунку готівкою за реалізовану продукцію;
- зниження розміру страхових запасів товарно-матеріальних цінностей;
- уцінки важколіквідних видів запасів товарно-матеріальних цінностей до рівня ціни попиту із забезпеченням наступної їхньої реалізації та інших.

ОСНОВНІ НАПРЯМИ ОПЕРАТИВНОГО МЕХАНІЗМУ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛІЗАЦІЇ ПІДПРИЄМСТВА



Рис. 22.2. Основні напрями оперативного механізму фінансової стабілізації підприємства, що визначаються значенням коефіцієнта чистої поточної платоспроможності

Прискорене часткове дезінвестування необоротних активів, яке забезпечує зростання позитивного грошового потоку у короткостроковому періоді, досягається за рахунок наступних основних заходів:

- реалізації високоліквідної частини довгострокових фінансових інструментів інвестиційного портфеля;
- проведення операцій зворотного лізингу, у процесі яких раніше придбані у власність основні засоби продаються лізингодавцю з одночасним оформленням договору їхнього фінансового лізингу;
- прискореного продажу невикористовуваного устаткування за цінами попиту на відповідному ринку;
- оренди устаткування, раніше намічуваного до придбання у процесі відновлення основних засобів тощо.

Прискорене скорочення розміру короткострокових фінансових зобов'язань, що забезпечує зниження обсягу негативного грошового потоку у короткостроковому періоді, досягається за рахунок таких основних заходів:

- видачі векселів по окремих видах короткострокової заборгованості, яка вимагає погашення у поточному періоді;
- збільшення періоду товарного кредиту, котрий надається постачальниками;
- відстрочки розрахунків по окремих формах внутрішніх поточних зобов'язань за розрахунками підприємства тощо.

Мета цього етапу фінансової стабілізації вважається досягнутою, якщо усунуто поточну неплатоспроможність підприємства, тобто обсяг надходження грошових коштів перевищив обсяг невідкладних фінансових зобов'язань у короткостроковому періоді. Це означає, що загроза банкрутства, яка генерується фінансовою кризою підприємства, у поточному відрізку часу ліквідована, хоча й має, як правило, відкладений характер.

2. Тактичний механізм фінансової стабілізації є системою заходів, спрямованих на досягнення точки фінансової рівноваги підприємства у майбутньому періоді. Принципова модель фінансової рівноваги підприємства має такий вигляд:

$$\begin{aligned} \text{ЧП}_0 + \text{AB} + \Delta\text{AA} + \Delta\text{BB}\Phi_1 = \\ = \Delta\text{I}_{\text{вд}} + \text{ДФ} + \text{ПУП} + \text{СП} + \Delta\text{K} + \Delta\text{PP} \end{aligned} \quad (22.2)$$

де ЧП_0 – чистий операційний прибуток підприємства;
 AB – сума амортизаційних відрахувань;

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

- ΔAA – сума приросту акціонерного (пайового) капіталу при додатковій емісії акцій (збільшенні розмірів пайових внесків у статутний фонд);
- $\Delta BV\Phi_i$ – приріст власних фінансових ресурсів за рахунок інших джерел;
- $\Delta I_{вд}$ – приріст обсягу інвестицій, які фінансуються за рахунок власних джерел;
- ДФ – сума дивідендного фонду (фонду виплат відсотків власникам підприємства на вкладений капітал);
- ПУП – обсяг програми участі найманих працівників у прибутку (виплат за рахунок прибутку);
- СП – обсяг соціальних, екологічних та інших зовнішніх програм підприємства, які фінансуються за рахунок прибутку;
- ΔК – різниця між обсягом виплати основного боргу у поточному періоді й обсягом можливого отримання кредиту у цьому ж періоді;
- ΔРР – приріст суми резервного (страхового) капіталу підприємства.

Як видно з наведеної формули, праву її частину становлять усі джерела формування власних фінансових ресурсів підприємства, а ліву – відповідно, усі напрями використання цих ресурсів. Саме тому у спрощеному вигляді модель фінансової рівноваги підприємства, до досягнення якої підприємство прагне у кризовій ситуації, може бути представлена у такому вигляді:

$$OG_{ВФР} = OC_{ВФР}, \quad (22.3)$$

- де $OG_{ВФР}$ – можливий обсяг генерування власних фінансових ресурсів підприємства;
- $OC_{ВФР}$ – необхідний обсяг споживання власних фінансових ресурсів підприємства.

З урахуванням можливих обсягів генерування й витрачання власних фінансових ресурсів варіанти моделей фінансової рівноваги можуть бути виражені графічно (рис. 22.3).

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

НЕОБХІДНИЙ РІВЕНЬ СПОЖИВАННЯ ВЛАСНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ У ПРОЦЕСІ РОЗВИТКУ	МОЖЛИВИЙ РІВЕНЬ ГЕНЕРУВАННЯ ВЛАСНИХ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ		
	Низький	Середній	Високий
Низький	A1	A2	A3
Середній	A4	A5	A6
Високий	A7	A8	A9

Рис. 22.3. Варіанти моделей фінансової рівноваги підприємства у довгостроковому періоді

Наведені на рисунку принципові моделі фінансової рівноваги були вперше запропоновані для практичного використання французькими дослідниками Ж. Франшоном та І. Романе.

З наведеної схеми видно, що лінія фінансової рівноваги підприємства проходить через поля A1, A5 і A9. Ці поля називаються «полями фінансової рівноваги», оскільки у них необхідний обсяг споживання власних фінансових ресурсів (таких, які інвестуються у приріст оборотних та необоротних активів і витрачаються у процесі невиробничого використання прибутку) практично відповідає обсягу власних фінансових ресурсів, що генеруються підприємством. Тобто, у цих полях економічний розвиток підприємства забезпечується на принципах самофінансування. Для підприємств, які не стикаються із загрозою банкрутства, така фінансова модель розвитку є найбільш оптимальною.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

В умовах кризового розвитку відновлення фінансової стійкості можливе лише при знаходженні підприємства у полях A2, A3 і A6 (при цьому найбільш високі темпи такого відновлення будуть у полі A3). У всіх цих полях обсяг генерування власних фінансових ресурсів перевищує обсяг їхнього додаткового споживання, що дозволяє підприємству знизити питому вагу використовуваного позикового капіталу. Ця модель антикризового фінансового управління ґрунтується на нерівності $ОГ_{ВФР} = ОС_{ВФР}$.

Що стосується полів A4, A7 і A8, то тривале знаходження в них буде сприяти подальшому поглибленню кризового стану підприємства (особливо у полі A7), тому що у цьому випадку його економічний розвиток буде супроводжуватися подальшим зростанням питомої ваги позикового капіталу, а відповідно й зниженням фінансової стійкості.

Які б міри не приймалися у процесі використання тактичного механізму фінансової стабілізації підприємства, усі вони мають бути спрямовані на забезпечення нерівності: $ОГ_{ВФР} = ОС_{ВФР}$. Однак у реальній практиці можливості істотного збільшення обсягу генерування власних фінансових ресурсів (лівої частини нерівності) в умовах кризового розвитку обмежені. Тож основним напрямом забезпечення досягнення підприємством точки фінансової рівноваги у кризових умовах є скорочення обсягу споживання власних фінансових ресурсів (правої частини нерівності). Таке скорочення пов'язане зі зменшенням обсягу як операційної, так і інвестиційної діяльності підприємства, тому й характеризується терміном «стиск підприємства».

Стиск підприємства у процесі забезпечення наведеної вище нерівності має супроводжуватися заходами щодо забезпечення приросту власних фінансових ресурсів. Чим більший позитивний розрив відповідних грошових потоків цієї нерівності зможе забезпечити підприємство, тим швидше воно досягне точки фінансової рівноваги у процесі виходу із кризового стану.

Збільшення обсягу генерування власних фінансових ресурсів, що забезпечує зростання лівої частини нерівності, досягається за рахунок таких основних заходів:

- оптимізації цінової політики підприємства, що забезпечує додатковий обсяг операційного доходу;
- скорочення суми постійних витрат (включаючи скорочення управлінського персоналу, витрат на поточний ремонт тощо);
- зниження рівня змінних витрат (включаючи скорочення виробничого персоналу основних і допоміжних підрозділів; підвищення продуктивності праці тощо);

- здійснення ефективної податкової політики, що забезпечує мінімізацію податкових платежів стосовно сум доходу й прибутку підприємства (спрямованої на зростання суми чистого прибутку підприємства);
- проведення прискореної амортизації основних засобів і нематеріальних активів з метою зростання обсягу амортизаційного потоку;
- своєчасної реалізації майна, що вибуває у зв'язку з високим рівнем зношення чи не використовується;
- здійснення ефективної емісійної політики за рахунок додаткової емісії акцій (або залучення додаткового пайового капіталу) та інших.

Скорочення необхідного обсягу споживання власних фінансових ресурсів, що забезпечує зниження лівої частини нерівності, досягається за рахунок наступних основних заходів:

- зниження інвестиційної активності підприємства у всіх її основних формах;
- забезпечення відновлення операційних необоротних активів переважно за рахунок їх оренди (лізингу);
- проведення дивідендної політики, адекватної кризовому фінансовому розвитку підприємства з метою збільшення чистого прибутку, що спрямовується на виробничий розвиток;
- скорочення обсягу програми участі найманих працівників у прибутку (у період кризового розвитку мають бути істотно знижені суми преміальних виплат за рахунок цього джерела);
- відмови від зовнішніх соціальних та інших програм підприємства, які фінансуються за рахунок його прибутку;
- зниження розмірів відрахувань у резервний та інші страхові фонди, здійснюваних за рахунок прибутку, тощо.

Мета цього етапу фінансової стабілізації вважається досягнутою, якщо підприємство вийшло на рубіж фінансової рівноваги, передбачуваної цільовими показниками фінансової структури капіталу, і такої, що забезпечує достатню його фінансову стійкість.

3. Стратегічний механізм фінансової стабілізації є системою заходів, спрямованих на підтримку досягнутої фінансової рівноваги підприємства у тривалому періоді. Цей механізм ґрунтується на використанні моделі стійкого зростання підприємства, що забезпечується основними параметрами його фінансової стратегії.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Модель стійкого зростання має різні математичні варіанти залежно від використовуваних базових показників фінансової стратегії підприємства. Однак, з огляду на те, що усі ці базові показники кількісно й функціонально взаємозалежні, результати розрахунку основного шуканого показника – можливого для даного підприємства темпу приросту обсягу реалізації продукції (тобто обсягу його операційної діяльності) – залишаються незмінними.

Розглянемо найбільш простий варіант моделі стійкого зростання підприємства, що має наступний вид:

$$\Delta OO = \frac{ЧП \cdot КК_{чп} \cdot A \cdot КО_A}{OP \cdot BK}, \quad (22.4)$$

де ΔOO – можливий темп приросту обсягу реалізації продукції, що не порушує фінансову рівновагу підприємства, виражений десятковим дробом;

ЧП – сума чистого прибутку підприємства;

$КК_{чп}$ – коефіцієнт капіталізації чистого прибутку, виражений десятковим дробом;

A – вартість активів підприємства;

$КО_A$ – коефіцієнт оборотності активів, у разях;

OP – обсяг реалізації продукції;

BK – сума власного капіталу підприємства.

Для економічної інтерпретації цієї моделі розкладемо її на окремі складові. У цьому випадку модель стійкого росту підприємства отримає наступний вид:

З наведеної моделі, розкладеної на окремі її складові елементи, можна побачити: можливий темп приросту обсягу реалізації продукції, що не порушує фінансову рівновагу підприємства, становить добуток наступних чотирьох коефіцієнтів, досягнутих при його рівноважному стані на попередньому етапі антикризового управління:

1) коефіцієнта рентабельності реалізації продукції;

2) коефіцієнта капіталізації чистого прибутку;

3) коефіцієнта левериджу активів (він характеризує «фінансовий важіль», з яким власний капітал підприємства формує активи, використовувані у його господарській діяльності);

4) коефіцієнта оборотності активів.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

$$\Delta OO = \frac{ЧП}{ОР} \cdot КК_{чп} \cdot \frac{А}{ВК} \cdot КО_A$$

Приріст обсягу реалізації продукції	=	Коефіцієнт рента- бельності реалізації продукції	·	Коефіцієнт капіта- лізації чистого прибутку	·	Коефіцієнт левериджу активів	·	Коефіцієнт оборотності активів

Якщо базові параметри фінансової стратегії підприємства залишаються незмінними у майбутньому періоді, розрахунковий показник залишатиме оптимальне значення можливого приросту обсягу реалізації продукції. Будь-яке відхилення від цього оптимального значення буде або вимагати додаткового залучення фінансових ресурсів (порушуючи фінансову рівновагу), або генерування додаткового обсягу цих ресурсів, не забезпечуючи їхнього ефективного використання в операційному процесі.

Якщо ж за умовами кон'юнктури товарного ринку підприємство не може вийти на запланований темп приросту обсягу реалізації продукції або, навпаки, може істотно його перевищити, для забезпечення нового щабля фінансової рівноваги підприємства у параметри його фінансової стратегії мають бути внесені відповідні корективи (тобто змінені значення окремих базових фінансових показників).

Таким чином, модель стійкого росту є регулятором оптимальних темпів розвитку обсягу операційної діяльності (приросту обсягу реалізації продукції) або у зворотному її варіанті – регулятором основних параметрів фінансового розвитку підприємства (відбиваних системою розглянутих коефіцієнтів). Вона дозволяє закріпити досягнуту на попередньому етапі антикризового управління підприємством фінансову рівновагу у довгостроковій перспективі його економічного розвитку.

Варіативність управлінських рішень, що забезпечують фінансову рівновагу підприємства на основі використання моделі стійкого росту, розглянемо на прикладі, наведеному у табл. 22.2.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Таблиця 22.2

**Можливі варіанти управлінських рішень,
що забезпечують різний темп приросту обсягу реалізації продукції
на основі моделі стійкого росту**

Показники	Базовий (незмінний) варіант	Варіанти зміни фінансової стратегії			
		Зміна дивідендної політики	Зміна політики участі найманих працівників у прибутку	Зміна структури капіталу (коефіцієнта левериджу активів)	Зміна структури активів (коефіцієнта оборотності активів)
І. ВИХІДНІ ПОКАЗНИКИ РОЗРАХУНКУ					
1. Сума чистого прибутку	60	60	60	60	60
2. Сума дивідендних виплат	20	15	20	20	20
3. Обсяг участі найманих працівників у прибутку	10	10	15	10	10
4. Сума капіталізованого прибутку	30	35	25	30	30
5. Обсяг реалізації продукції	1000	1000	1000	1000	1000
6. Вартість активів,	500	500	500	500	560
у тому числі необоротних	300	300	300	300	360
7. Сума власного капіталу	250	250	250	300	280
8. Сума позикового капіталу	250	250	250	200	280
ІІ. РОЗРАХУНКОВІ КОЕФІЦІЄНТИ МОДЕЛІ					
1. Коефіцієнт рентабельності реалізації продукції	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
2. Коефіцієнт капіталізації чистого прибутку	0,50	0,58	0,42	0,50	0,50
3. Коефіцієнт левериджу активів	2,00	2,00	2,00	1,67	2,00
4. Коефіцієнт оборотності активів	2,00	2,00	2,00	2,00	1,79
ІІІ. РЕЗУЛЬТАТИ РОЗРАХУНКУ ОПТИМАЛЬНИХ ТЕМПІВ ПРИРОСТУ ОБСЯГУ РЕАЛІЗАЦІЇ ПРОДУКЦІЇ У МАЙБУТНЬОМУ ПЕРІОДІ					
1. Темп приросту, виражений десятковим дробом	0,120	0,139	0,101	0,102	0,107

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Закінчення табл. 22.2

Показники	Базовий (незмінний) варіант	Варіанти зміни фінансової стратегії			
		Зміна дивідендної політики	Зміна політики участі найманих працівників у прибутку	Зміна структури капіталу (коефіцієнта левериджу активів)	Зміна структури активів (коефіцієнта оборотності активів)
2. Темп приросту, у %	12,0	13,9	10,1	10,2	10,7
3. Коефіцієнт еластичності темпу приросту продукції від коефіцієнта рентабельності реалізації	2,0	2,3	1,7	1,7	1,8

Результати проведених розрахунків показують, що, змінюючи параметри фінансової стратегії підприємства, можна відповідним чином змінювати оптимальний темп приросту обсягу реалізації продукції, зберігаючи при цьому досягнуту (базову) фінансову рівновагу.

Таким чином, по стратегічному механізму фінансової стабілізації підприємства можна зробити наступні основні висновки:

1. Максимальний період безкризового розвитку при досягнутому рівноважному фінансовому стані підприємства визначається періодом відповідності темпів приросту обсягу реалізації продукції їх значенням, розрахованим по моделі стійкого економічного росту. Будь-яке відхилення від розрахункових значень цього показника призводить до втрати підприємством стану фінансової рівноваги.

2. Стійке зростання підприємства забезпечується наступними основними параметрами його фінансового розвитку:

- коефіцієнтом рентабельності реалізації продукції;
- політикою розподілу прибутку (відображеною коефіцієнтом капіталізації чистого прибутку);
- політикою формування структури капіталу (відображеною коефіцієнтом фінансового левериджу) або, відповідно, політикою фінансування активів (відображеною коефіцієнтом левериджу активів);

- політикою формування складу активів (відображеною коефіцієнтом оборотності активів),

Змінюючи будь-які перераховані параметри фінансової стратегії підприємства, можна досягти прийнятних темпів його економічного розвитку в умовах фінансової рівноваги.

3. Усі параметри моделі стійкого росту мінливі у часі і з метою забезпечення фінансової рівноваги підприємства мають періодично коректуватися з урахуванням внутрішніх умов його розвитку, зміни кон'юнктури фінансового й товарного ринків та інших факторів зовнішнього середовища.

Виходячи із цих висновків, до параметрів фінансової стратегії підприємства у процесі антикризового управління й у перебігу його подальшого розвитку вносяться необхідні корективи, що задаються можливими темпами приросту обсягу реалізації продукції.

Мета цього етапу фінансової стабілізації вважається досягнутою, якщо у результаті прискорення темпів стійкого зростання підприємства забезпечується відповідне зростання його ринкової вартості у довгостроковій перспективі.

Розглянуті методи антикризового управління свідчать про широкий діапазон можливостей фінансової стабілізації підприємства за рахунок використання її внутрішніх механізмів.

22.2. Реструктуризація заборгованості підприємства у процесі його фінансової санації

У системі стабілізаційних заходів, спрямованих на виведення підприємства з фінансової кризи, важлива роль приділяється його санації.

Санація є системою заходів, спрямованих на оздоровлення фінансово-господарського стану боржника з метою запобігання визнання його банкрутом, і ліквідації.

В умовах ринкової економіки санація підприємств має значний потенціал, є важливим інструментом регулювання структурних змін і входить у систему найбільш діючих механізмів фінансової стабілізації підприємств.

Санація підприємства проводиться у трьох основних випадках:

1) до порушення кредиторами справи про банкрутство, якщо підприємство у спробі виходу із кризового стану вдається до допомоги санаторів зі своєї ініціативи або така санація ініціюється кредиторами чи інвесторами;

2) якщо саме підприємство, звернувшись у господарський суд із заявою про своє банкрутство, одночасно пропонує умови своєї санації (такі випадки санації найбільш характерні для державних підприємств);

3) якщо рішення про проведення санації виносить господарський суд по пропозиціях, що надійшли, від бажаючих задовольнити вимоги кредиторів до боржника й погасити його зобов'язання перед бюджетом.

У двох останніх випадках санація здійснюється у процесі провадження справи про банкрутство підприємства за умови згоди зборів кредиторів зі строками виконання їхніх вимог і на переведення боргу.

Найбільш широкий діапазон форм має санація, яка ініціюється самим підприємством до порушення кредиторами справи про банкрутство. У цьому випадку вона має попереджувальний характер, повністю узгоджується з цілями й інтересами підприємства, підпорядковується завданням його антикризового управління і сполучається зі здійснюваними заходами внутрішньої фінансової стабілізації.

Санація підприємства може здійснюватися у багатьох напрямках, охоплюючи усі сторони й напрями його господарської діяльності. Та частина санаційних заходів, яка покликана забезпечити фінансову стабілізацію підприємства у процесі його кризового стану, виокремлюється в особливий блок, що характеризується як *«фінансова санація»*.

Фінансова санація є системою заходів, спрямованих на відновлення платоспроможності і фінансової стійкості підприємства, що перебуває у стані фінансової кризи, з метою запобігання його ліквідації.

Одним з напрямів фінансової санації підприємства, здійснюваної ним разом з партнерами по господарській діяльності (кредиторами й інвесторами), є реструктуризація його заборгованості.

Під реструктуризацією заборгованості підприємства розуміється комплекс заходів щодо перетворення його боргових зобов'язань, спрямованих на погашення поточних вимог кредиторів, з метою відновлення його платоспроможності. Погашеними вважаються вимоги, по яких у підприємства досягнуті з кредиторами угоди про призупинення, заміну або припинення відповідного боргового зобов'язання.

Об'єктом реструктуризації заборгованості підприємства можуть бути виплати по погашенню основного боргу, виплати відсотків по обслуговуванню кредитів і позик, виплати пені та інших штрафних санкцій за порушення контрактних зобов'язань, інші істотні умови по боргових зобов'язаннях, що призводить до зменшення (погашення) поточних вимог кредиторів.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Управління процесом реструктуризації заборгованості підприємства здійснюється у такі основні етапи (рис. 22.4):

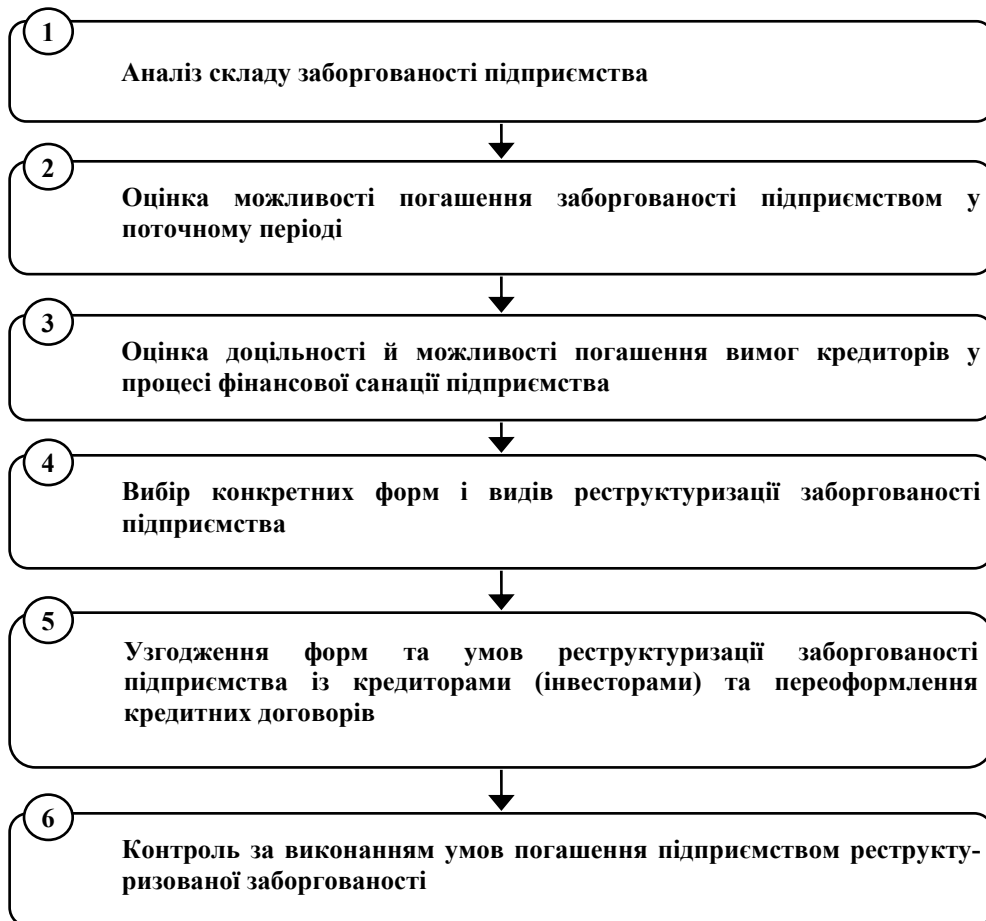


Рис. 22.4. Основні етапи процесу реструктуризації заборгованості підприємства

1. Аналіз складу заборгованості підприємства. Такий аналіз проводиться з метою ідентифікації обсягів заборгованості підприємства по її окремих видах з метою наступної концентрації зусиль по реструктуризації на тих її видах, які генерують найбільші загрози банкрутства й ліквідації підприємства.

- *На першій стадії* аналізується склад заборгованості підприємства за строками її погашення. У процесі цього аналізу визначається загальний обсяг поточної заборгованості підприємства, а також його обсяг довгострокової заборгованості, що підлягає погашенню у поточному періоді.

- *На другій стадії* досліджується склад зовнішньої і внутрішньої заборгованості підприємства у цілому. До зовнішньої заборгованості підприємства відносяться поточні зобов'язання по фінансових кредитах і позиках; усі форми його кредиторської заборгованості за товари, роботи й послуги; поточні зобов'язання за розрахунками по отриманих авансах, з бюджетом, позабюджетними фондами та по страхуванню. До внутрішньої заборгованості підприємства відносяться поточні зобов'язання за розрахунками з оплати праці, з учасниками, з дочірніми підприємствами та іншими внутрішніми розрахунками.

- *На третій стадії* розглядається склад заборгованості підприємства у розрізі конкретних кредиторів. У процесі цього аналізу по найбільш великих кредиторів склад заборгованості ідентифікується у розрізі її елементів – по виплаті основного боргу, по виплаті відсотків, по виплаті пені тощо.

2. Оцінка можливостей погашення заборгованості підприємством у поточному періоді. У процесі цього етапу визначається, який обсяг заборгованості підприємства може бути погашений за рахунок наявних у нього фінансових ресурсів, а який обсяг його непокритих поточних фінансових зобов'язань буде визначати розмір його неплатоспроможності, генеруючи загрозу його банкрутства й ліквідації. Для здійснення такої оцінки може бути використаний раніше розглянутий коефіцієнт чистої поточної платоспроможності підприємства.

3. Оцінка доцільності й можливості погашення вимог кредиторів у процесі фінансової санації підприємства. Така оцінка здійснюється з урахуванням розміру непокритих поточних фінансових зобов'язань підприємства та ідентифікованого складу його заборгованості у розрізі окремих параметрів.

- ❖ *Доцільність погашення вимог кредиторів* шляхом здійснення реструктуризації заборгованості визначається насамперед її непокритим розміром і відсутністю можливості відновити платоспроможність підприємства за рахунок використання внутрішніх механізмів фінансової стабілізації.

- ❖ *Можливість погашення вимог кредиторів* шляхом здійснення реструктуризації заборгованості визначається перспективами швидкого

виходу підприємства з фінансової кризи й успішного подальшого його фінансового розвитку при наданні йому відповідної санаційної підтримки на сучасному етапі. Якщо за результатами об'єктивної оцінки така перспектива є, то реструктуризація заборгованості, яка ініціюється підприємством, має шанси на успіх.

Якщо у процесі оцінки підтверджені доцільність і можливість погашення вимог кредиторів у процесі фінансової санації підприємства, приймається принципове рішення про проведення реструктуризації його заборгованості.

4. Вибір конкретних форм і видів реструктуризації заборгованості підприємства. Залежно від розміру непокритих поточних фінансових зобов'язань підприємства і складу його заборгованості, ідентифікованої у процесі аналізу, обґрунтовуються форми й види її реструктуризації. Розрізняють наступні п'ять основних форм реструктуризації заборгованості підприємства у процесі його фінансової санації (рис. 22.5):

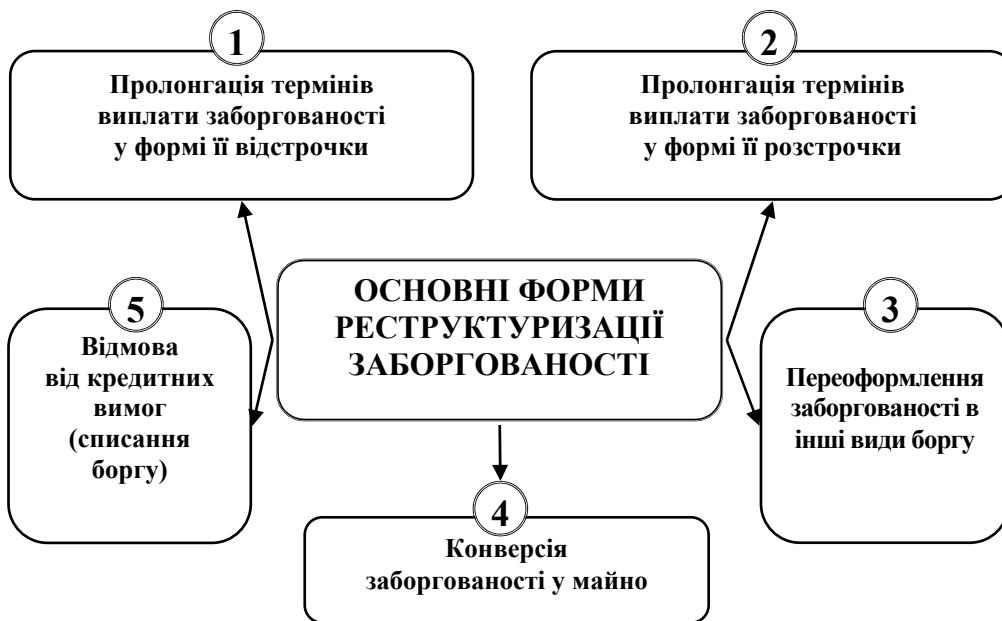


Рис. 22.5. Основні форми реструктуризації заборгованості підприємства, що забезпечують погашення вимог кредиторів

■ *Пролонгація термінів виплати заборгованості у формі її відстрочки.* Під відстрочкою заборгованості розуміється перенесення строків її виплати на більш пізній період. Найпоширенішим видом відстрочки є переведення короткострокової заборгованості підприємства у довгострокову (відстрочка виплати нарахованих дивідендів тощо). Така форма реструктуризації заборгованості може застосовуватися тільки до суми основного боргу (при здійсненні його поточного обслуговування шляхом виплати відсотків) або до усіх видів платежів по фінансових зобов'язаннях підприємства (сумах основного боргу, відсотках по ньому, нарахованій пені тощо).

■ *Пролонгація термінів виплати заборгованості у формі її розстрочки.* Під розстрочкою заборгованості розуміється її поділ на кілька частин, які виплачуються поступово у майбутньому періоді за графіком, погодженим сторонами. Ця форма реструктуризації заборгованості підприємства є однією з найпоширеніших у процесі здійснення його фінансової санації.

■ *Переоформлення заборгованості в інші види боргу.* Ця форма реструктуризації поєднує у собі як пролонгацію строків виплати заборгованості, так і зміну інших істотних кредитних умов (наприклад, застава майна, поручництво або гарантія третіх осіб тощо). Основними видами цієї форми реструктуризації заборгованості є оформлення векселем боргу по комерційному кредиту, заміна одного виду облігацій на інший із внесенням змін в умови їхнього випуску, переведення боргу на третіх осіб.

■ *Конверсія заборгованості у майно.* Ця форма реструктуризації заборгованості спрямована на заміну грошових виплат по ній передачею кредиторів окремих видів активів (майна) підприємства. Найчастіше у вигляді таких активів виступають акції підприємства, об'єкти його нерухомості, машини й устаткування, сировина та матеріали, готова продукція.

■ *Відмова від кредитних вимог (списання боргу).* Така форма реструктуризації заборгованості може охоплювати частину вимог кредитора або їхній повний обсяг.

5. Узгодження форм і умов реструктуризації заборгованості підприємства із кредиторами (інвесторами) та переоформлення кредитних договорів. Конкретні форми й умови реструктуризації заборгованості підприємство погоджує у процесі переговорів з кожним із кредиторів або з комітетом кредиторів (інвесторів), що представляють їх загальні інтереси. Погоджені умови реструктуризації заборгованості оформляються новим видом кредитного договору.

6. Контроль за виконанням умов погашення підприємством реструктуризованої заборгованості. Такий контроль здійснюють комітет кредиторів або керуючий санацією разом з підприємством.

Мета реструктуризації заборгованості підприємства у процесі його фінансової санації вважається досягнутою, коли погашено необхідний обсяг поточних вимог кредиторів, що забезпечує відновлення його платоспроможності і нормальне здійснення фінансової діяльності.

22.3. Фінансові аспекти реорганізації підприємств

У системі антикризового управління підприємствами, що забезпечує необхідну санацію і реалізацію цілей стратегічного розвитку, важливу роль відіграє їхня реорганізація.

Реорганізація є майновою трансформацією окремих господарюючих суб'єктів, яка супроводжується перетворенням їх організаційно-правового статусу, з метою більш ефективного здійснення господарської діяльності.

З позицій фінансового менеджменту реорганізація підприємств – це форма інтеграції або диверсифікації їх капіталу з метою більш ефективного його використання у господарському процесі. Яку б форму не приймала трансформація капіталу у процесі реорганізації підприємств, вона спрямована на забезпечення їх «зовнішнього росту», тобто розвитку, здійснюваного без витрат інвестиційних ресурсів. Як показує досвід, зовнішнє зростання забезпечує більш швидкий, у багатьох випадках ефективніший розвиток підприємств і досягнення стратегічних цілей, аніж їхнє «внутрішнє зростання», тобто інвестування капіталу у приріст активів.

Відповідно до вітчизняного законодавства, реорганізація підприємств може здійснюватися у наступних основних формах (рис. 22.6).

1. Злиття підприємств є об'єднанням двох підприємств, у результаті якого створюється нове підприємство – їх правонаступник. Усе майно, майнові права й обов'язки підприємств, які реорганізуються, у цій формі переходять до підприємства-правонаступника, що виникло у результаті реорганізації. Підприємства, котрі реорганізуються, укладають договір про злиття, у якому визначаються порядок конвертації акцій кожного з них в акції (або інші цінні папери) нового товариства. Після злиття статус юридичної особи учасників договору ліквідується у встановленому порядку.

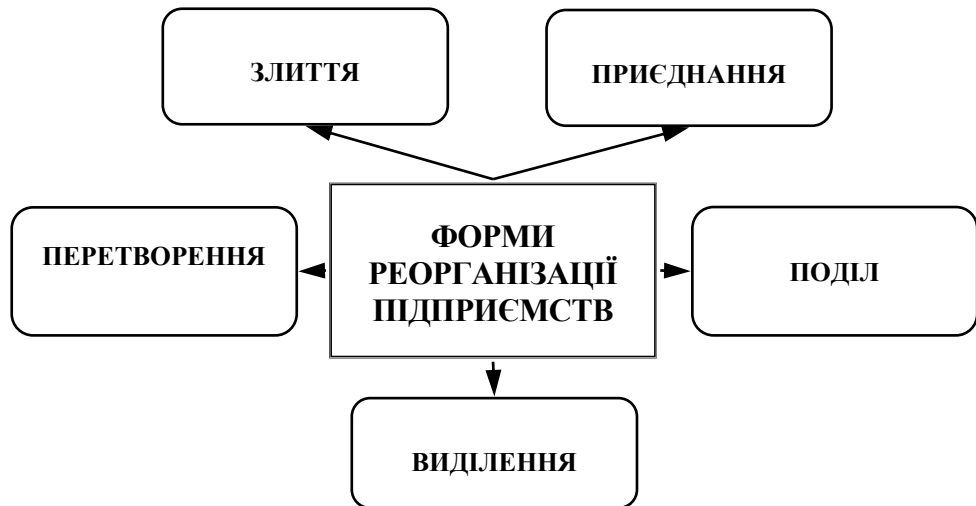


Рис. 22.6. Основні форми реорганізації підприємств, передбачені законодавством

2. Приєднання передбачає припинення діяльності одного або декількох підприємств як юридичної особи й передачу усіх майнових прав та обов'язків іншому підприємству. Обидва підприємства (що приєднується і яке приєднує) укладають договір, у якому визначають порядок та умови приєднання, а також порядок конвертації акцій товариства, що приєднується. Після здійснення приєднання підприємство, котре приєднується, втрачає статус юридичної особи.

3. Поділ передбачає ліквідацію підприємства (об'єднання) з одночасним створенням на його базі двох або більше нових самостійних підприємств. Кожне із новостворених підприємств отримує статус юридичної особи, а майнові права й обов'язки переходять до кожного з них відповідно до розподільчого балансу. Рішення про поділ, його умови і порядок конвертації акцій товариства, яке реорганізується, в акції (або інші цінні папери) новостворюваних підприємств приймається загальними зборами акціонерів.

4. Виділення – це створення одного або декількох підприємств без припинення діяльності останнього, формою виділення може бути також вихід підприємства зі складу об'єднання. Кожне нове підприємство отримує статус юридичної особи, а майнові права й обов'язки переходять до них на основі розподільчого балансу. Підприємство, яке реорганізується, продовжує свою діяльність у попередньому юридичному статусі.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

5. Перетворення характеризує зміну організаційно-правової форми або форми власності підприємства. У результаті перетворення підприємство, яке реорганізується, продовжує свою господарську діяльність у статусі підприємства- правонаступника. Усі права й обов'язки реорганізованого підприємства переходять до новоствореної юридичної особи на основі передатного акта.

Рух активів і власного капіталу підприємств у результаті різних форм їхньої реорганізації представлений на рис. 22.7.

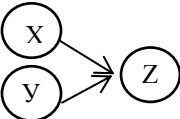
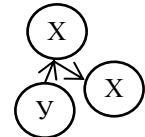
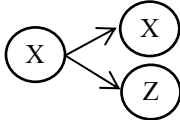
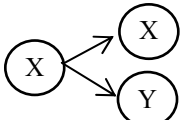
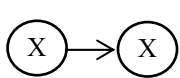
Законодавча форма реорганізації підприємства	Зміна юридичного статусу підприємства	Рух активів (А) підприємства у результаті реорганізації	Рух власного капіталу (ВК) підприємства у результаті реорганізації	Форма зовнішнього росту підприємства
1. Злиття		$Ax + Ay = Az$	$BKx + BKy = BKz$	Зовнішнє зростання за рахунок інтеграції капіталу
2. Приєднання		$Ax + Ay = Ax'$	$BKx + BKy = BKx'$	Зовнішнє зростання за рахунок інтеграції капіталу
3. Поділ		$Ax = Ay + Az$	$BKx = BKy + BKz$	Зовнішнє зростання за рахунок диверсифікації капіталу
4. Виділення		$Ax = Ax' + Ay$	$BKx = BKx' + BKy$	Зовнішнє зростання за рахунок диверсифікації капіталу
5. Перетворення		$Ax = Ax'$	$BKx = BKx'$	Відсутність зовнішнього росту

Рис. 22.7. Рух активів та власного капіталу підприємства у результаті різноманітних форм їхньої реорганізації

Розглянемо за даними наведеного рисунка особливості окремих законодавчо встановлених форм реорганізації підприємств з позицій фінансового менеджменту (і, відповідно, антикризового фінансового управління підприємством).

Насамперед, звернемо увагу на те, що злиття й приєднання розрізняються між собою лише юридичним статусом перетвореного у результаті реорганізації підприємства (у першому випадку воно отримує новий юридичний статус, а в другому – зберігає юридичний статус одного з поєднуваних підприємств). Майно (активи) і власний капітал при цих формах реорганізації підприємств, що об'єдналися, залишаються однаковими за своїми розмірами. Отже, з позицій фінансового менеджменту ці дві форми реорганізації підприємств можна вважати ідентичними – відмінності полягають тільки в організаційно-правовому механізмі здійснення реорганізації та кінцевому статусі юридичних осіб новостворених підприємств.

Аналогічним чином характеризуються й такі форми реорганізації підприємств, як поділ і виділення – новостворені підприємства розрізняються між собою лише юридичним статусом. У той же час сукупний обсяг майна (активів) і власного капіталу новостворених підприємств у результаті їхньої реорганізації в розглянутих формах залишається однаковим. Це також дозволяє зробити висновок, що з позицій фінансового менеджменту розглянуті форми реорганізації підприємств можна вважати ідентичними – відмінності полягають лише в організаційно-правовому механізмі здійснення реорганізації і кінцевому статусі юридичних осіб новостворених підприємств.

І, нарешті, така форма реорганізації підприємства як перетворення взагалі не вносить ніяких змін ні в обсяг і структуру використовуваного майна (активів), ні в суму власного капіталу. Реорганізоване у цій формі підприємство (у новій організаційно-правовій формі або формі власності) отримує лише потенційну можливість підвищити ефективність своєї майбутньої господарської (у тому числі й фінансової) діяльності з приходом ефективних власників або нового складу менеджерів. Така можливість може бути реалізована лише у перспективі, а, відповідно, і санаційний ефект у цьому випадку має відкладений характер. З огляду на те, що така форма реорганізації підприємства не вносить змін у фінансову структуру підприємства безпосередньо після її здійснення, і навіть не позначає характер цих змін, розглядати її у системі антикризового фінансового управління як самостійну вбачається недоцільним. На реорганізоване у цій формі підприємство можуть бути поширені ті самі санаційні механізми внутрішньої фінансової стабілізації і реструктуризації заборгованості, що й на діючих підприємствах, які перебувають у стані фінансової кризи (розглянуті у попередніх розділах).

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Таким чином, з позицій антикризового фінансового управління реорганізація підприємств (як форма їх санації) може бути зведена до двох основних форм:

- *об'єднання* (злиття й приєднання);
- *розділ* (поділ і виділення).

Зазначені форми реорганізації знаходяться в основі концепції санації підприємства, яка обирається і яка може мати наступальний або захисний характер (рис. 22.8):



Рис. 22.8. Варіанти концепції санації підприємств, що забезпечується різними формами їхньої реорганізації

Із двох принципових форм реорганізації, розглянутих у процесі здійснення антикризового фінансового управління, найбільш складною є об'єднання підприємств у формі їхнього злиття або приєднання (у фінансовому менеджменті замість терміна «приєднання» зазвичай використовується термін «поглинання»). Таке об'єднання класифікується за низкою ознак (табл. 22.3).

**Класифікація видів об'єднання (злиття й поглинання)
підприємства, яке здійснюється у процесі їх реорганізації**

Ознака класифікації	Елементи класифікації
1. За галузевою ознакою	• Горизонтальне об'єднання. • Вертикальне об'єднання. • Конгломератне об'єднання
2. За добровільністю здійснення	• Дружнє об'єднання. • Вороже об'єднання (захоплення)

1. За галузевою ознакою розрізняють наступні види об'єднання підприємств:

- *горизонтальне об'єднання*, у процесі якого інтегруються підприємства однієї галузі;
- *вертикальне об'єднання*, у процесі якого інтегруються підприємства суміжних галузей (наприклад, виробників і споживачів сировини);
- *конгломератне об'єднання*, у процесі якого інтегруються підприємства, не зв'язані між собою ні галузевими, ні технологічними особливостями.

2. За добровільністю здійснення виділяють наступні види об'єднання підприємств:

- *дружнє об'єднання*, що здійснюється на основі взаємного прагнення й згоди підприємств, котрі об'єднуються;
- *вороже об'єднання або захоплення*, у процесі якого одне з підприємств приєднує до себе інше без його згоди і при його протидії.

Концепція, форма й вид, а також суб'єкт об'єднання (злиття або поглинання) визначаються загальним планом санації або корпоративною стратегією підприємства. У підготовці таких управлінських рішень фінансові менеджери беруть участь лише у межах покладених на них функцій. З позицій цих функцій і розглянемо зміст процесу антикризового фінансового управління підприємством при його реорганізації (на прикладі об'єднання підприємств).

Процес антикризового фінансового управління підприємством при його об'єднанні складається з наступних основних етапів (рис. 22.9):

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

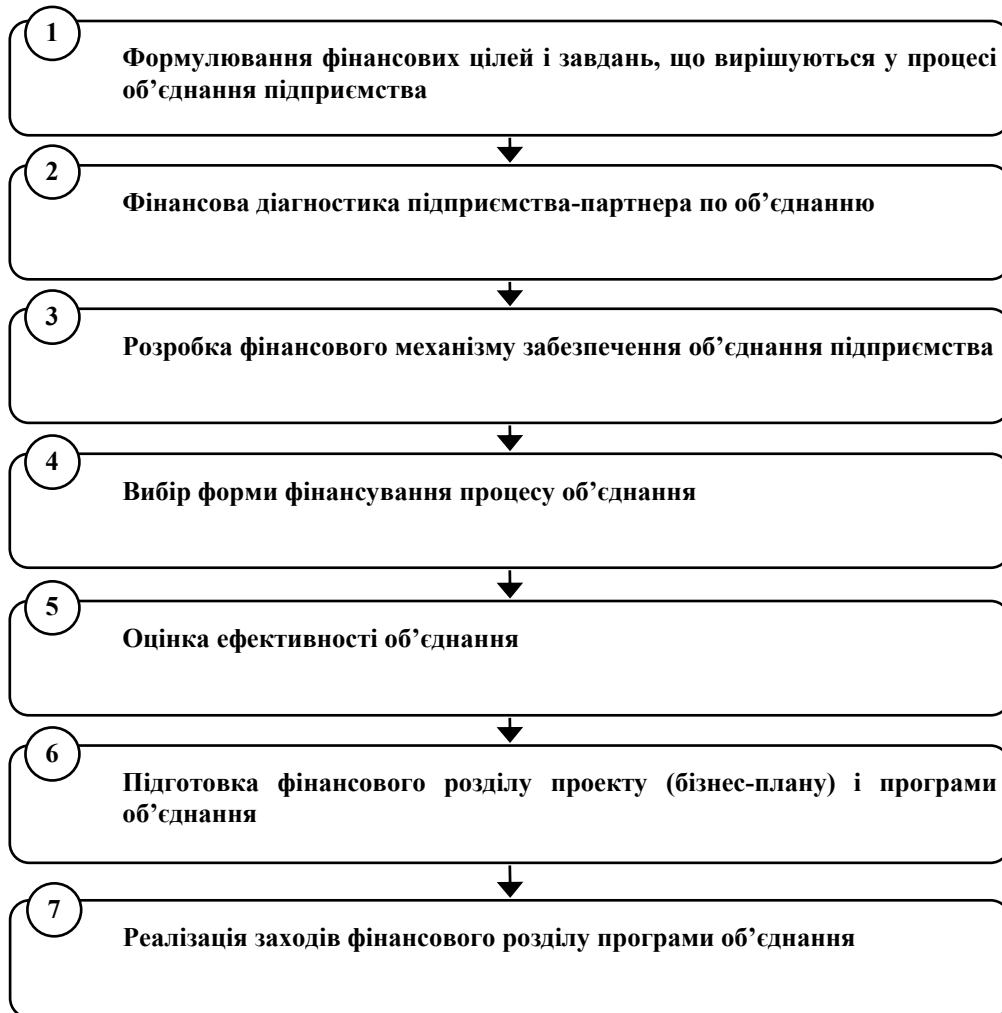


Рис. 22.9. Основні етапи процесу антикризового фінансового управління підприємством при його об'єднанні

1. Формулювання фінансових цілей і завдань, що вирішуються у процесі об'єднання підприємства. У процесі об'єднання підприємства за загальним планом його санації головна мета антикризового фінансового управління залишається незмінною. Конкретизується тільки система завдань, пов'язаних із цим напрямом антикризового фінансового управління. До числа основних із цих завдань відносяться:

- збалансування грошових потоків новоствореного підприємства, їх вирівнювання й синхронізація у часі;
- підвищення темпів формування чистого грошового потоку об'єднаного підприємства (у зіставленні з темпами його формування по кожному з об'єднаних підприємств);
- оптимізація структури капіталу новоствореного підприємства;
- розширення можливостей формування фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

Залежно від характеристики фінансової структури підприємств, які об'єднуються, коло цих завдань може бути розширеним і конкретизованим.

2. Фінансова діагностика підприємства-партнера по об'єднанню. Для того, щоб об'єднання підприємств дало передбачуваний ефект у фінансовому оздоровленні підприємства, яке санується, воно має переконатися у тому, що інтеграція фінансових структур двох підприємств за основними параметрами буде сприяти формуванню такого ефекту.

У процесі діагностики підприємства-партнера по об'єднанню основна увага має бути приділена наступним структурним фінансовим параметрам його функціонування:

- структурі активів;
- структурі капіталу;
- структурі грошових потоків;
- структурі інвестицій.

Крім того, у процесі діагностики мають бути проаналізовані у динаміці основні показники ефективності фінансової діяльності підприємства-партнера по об'єднанню.

3. Розробка фінансового механізму забезпечення об'єднання підприємства. Такий механізм передбачає розробку управлінських рішень по наступних основних питаннях, пов'язаних із забезпеченням фінансової діяльності новоствореного підприємства:

- обґрунтування організаційної структури управління фінансовою діяльністю;
- формування інформаційної бази управління фінансовою діяльністю (шляхом організації відповідного управлінського обліку, моніторингу факторів зовнішнього фінансового середовища тощо);
- реструктуризація активів з урахуванням більш ефективного використання їхніх окремих видів за рахунок об'єднання;

- оптимізація структури капіталу з метою максимізації ефекту фінансового левериджу при нових його параметрах;
- перегляд інвестиційних програм підприємств, які об'єднуються, консолідація окремих реальних інвестиційних проєктів і портфеля фінансових інвестицій;
- збалансування, вирівнювання й синхронізація грошових потоків новоствореного підприємства у цілому та у розрізі основних видів діяльності;
- консолідація фінансової філософії, формування нової фінансової стратегії і фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності;
- формування організаційної культури фінансових менеджерів, яка відображає філософію розвитку новоствореного підприємства.

4. Вибір форми фінансування процесу об'єднання. Фінансування цього процесу у сучасних умовах здійснюється переважно в таких основних формах:

- придбання шляхом взаємної конвертації акцій підприємств, які об'єднуються;
- об'єднання шляхом конвертації акцій одного із підприємств в облігації новостворюваного підприємства.

У процесі вибору форми фінансування процесу об'єднання здійснюється їхня порівняльна оцінка за критерієм мінімізації фінансових витрат.

5. Оцінка ефективності об'єднання. Ефективність об'єднання (злиття, поглинання) визначається шляхом співвіднесення результатів (ефекту) і витрат на його здійснення.

Основним результатом об'єднання підприємств є синергетичний ефект, що досягається за рахунок диверсифікації операційної і фінансової діяльності новоствореного підприємства; економії витрат (сформованої за рахунок ефекту масштабу, використання податкових пільг тощо); підвищення фінансової гнучкості підприємства (можливості зниження вартості капіталу, який залучається із зовнішніх джерел) та інших факторів. Конкретною формою такого синергетичного ефекту виступає приріст чистого грошового потоку й ринкової вартості підприємства порівняно з їх сумою по двох підприємствах до їх об'єднання.

Ефект синергізму може бути визначений на основі такої формули:

$$EC_o = PB_o - (PB_1 + PB_2), \quad (22.5)$$

де EC_o – сума ефекту синергізму, що досягається у процесі об'єднання підприємств;

PB_o – прогнозована ринкова вартість новостворюваного підприємства у процесі злиття (поглинання);

$PB_1; PB_2$ – оцінка ринкової вартості окремих підприємств, які об'єднуються.

Витрати на здійснення об'єднання складаються із прямих витрат, що забезпечують це об'єднання, і трансакційних витрат, пов'язаних з оформленням договору про об'єднання (злиття, приєднання).

Об'єднання підприємств можна принципово розглядати як їхній спільний інвестиційний проект, що забезпечує приріст їх ринкової вартості після консолідації. Такий підхід дозволяє застосувати для оцінки ефективності об'єднання підприємств ті самі методи й показники, які використовуються при оцінці ефективності реальних інвестиційних проектів.

6. Підготовка фінансового розділу проекту (бізнес-плану) і програми об'єднання. Фінансовий розділ проекту (бізнес-плану) об'єднання підприємств формується на основі результатів, отриманих на попередніх етапах процесу антикризового фінансового управління і включає:

- фінансові цілі й завдання об'єднання;
- основні результати фінансової діагностики партнера по об'єднанню з оцінкою їхнього впливу на можливість фінансового оздоровлення підприємства після об'єднання з ним;
- основні заходи, що забезпечують механізм ефективної і швидкої інтеграції підприємств;
- форму фінансування процесу об'єднання;
- очікувану ефективність об'єднання.

Основні заходи, що забезпечують механізм ефективної і швидкої інтеграції підприємства, конкретизуються у програмі об'єднання, яка розробляється спільно двома підприємствами.

7. Реалізація заходів фінансового розділу програми об'єднання. Після затвердження програми об'єднання, заходи, котрі передбачаються нею, отримують практичну реалізацію. Для координації цього процесу і забезпечення його фінансування створюється спеціальна комісія із представників двох підприємств, які об'єднуються, і формується спеціальний фінансовий фонд.

8. Контроль реалізації заходів фінансового розділу програми об'єднання здійснюють представники комісії з об'єднання і вищих менеджерів об'єднаних підприємств. За результатами контролю коректуються окремі заходи, передбачені програмою об'єднання підприємств.

Фінансова мета реорганізації підприємства у формі його об'єднання вважається досягнутою, якщо у результаті такого об'єднання фінансова структура новоствореного підприємства отримала більшу стійкість і більш високий потенціал розвитку фінансової діяльності.

22.4. Фінансове забезпечення ліквідаційних процедур при банкрутстві підприємства

Якщо санаційні заходи не дали необхідного ефекту по виходу підприємства з фінансової кризи, господарський суд виносить рішення про визнання боржника банкрутом і його ліквідації. У цьому випадку здійснюються спеціальні ліквідаційні процедури (відкривається конкурсне виробництво). Деякі ліквідаційні процедури при банкрутстві підприємства безпосередньо пов'язані з функціями управління фінансами. Цей менеджмент покладається на ліквідаційну комісію, що відповідно до законодавства здійснює загальне управління майном підприємства-банкрута й задоволення вимог кредиторів.

Функції управління фінансами у процесі здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві включають (рис. 22.10).

1. Оцінку майна підприємства-банкрута за балансовою вартістю. Така оцінка здійснюється на основі повної інвентаризації майна підприємства, що належить йому на правах власності або повного господарського володіння.

Інвентаризаційні описи орендованих активів складаються окремо по кожному орендодавцеві із вказівкою, окрім установлених відомостей, строків і форм (видів) оренди. До інвентаризаційного опису нематеріальних активів мають бути внесені дані про їх найменування й характеристику, первісну вартість і суму амортизації, дату придбання й строк корисного використання.



Рис. 22.10. Склад основних функцій фінансового менеджменту у процесі здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві

2. Визначення обсягу й складу ліквідаційної (конкурсної) маси. Вона є майном підприємства, оголошеного банкрутом, призначене до реалізації для забезпечення задоволення претензій кредиторів.

Основу формування ліквідаційної (конкурсної) маси становить усе майно підприємства-банкрута, оцінене за балансовою вартістю, за окремим вилученням, яке передбачене чинним законодавством. Так, не підлягає включенню у ліквідаційну (конкурсну) масу майно банкрута, що є предметом застави; майно, орендоване таким підприємством або

перебуває у нього на відповідальному зберіганні; особисте майно його працівників (окрім випадків, коли відповідно до установчих документів на нього може бути звернене стягнення за зобов'язаннями боржника). У ліквідаційну (конкурсну) масу не входять також об'єкти житлового фонду, дитячих дошкільних установ, виробничої й комунальної інфраструктури, які відповідно до законодавства мають бути прийняті на баланс відповідних органів місцевого самоврядування або державної влади.

3. Оцінку майна, що входить до складу ліквідаційної (конкурсної) маси за ринковою вартістю. Оскільки майно підприємства-банкрута підлягає реалізації з метою задоволення претензій кредиторів, воно має бути попередньо оцінене за мінімально можливою ринковою вартістю (за ціною попиту).

4. Визначення обсягу реальних фінансових зобов'язань підприємства-банкрута. Ліквідаційна комісія після закінчення законодавчо встановленого строку пред'явлення претензій кредиторами до підприємства-боржника аналізує усі його фінансові зобов'язання незалежно від надходження претензій кредиторів, складає список визнаних і відхилених претензій та черговість їхнього задоволення і протягом передбаченого строку направляє цей список кредиторам.

5. Вибір найбільш ефективних форм продажу майна. Цей вибір ґрунтується на можливостях отримання максимальної суми коштів від реалізації майна банкрута. Про порядок продажу майна потенційні покупці мають бути заздалегідь сповіщені через засоби масової інформації. При надходженні двох або більше пропозицій від покупців призначається проведення конкурсу або аукціону.

6. Забезпечення задоволення претензій кредиторів за рахунок реалізації майна підприємства-банкрута. Це найбільш складна і відповідальна функція фінансового менеджменту у процесі здійснення ліквідаційних процедур при банкрутстві. Джерелом забезпечення такого задоволення претензій є кошти, виручені від продажу майна підприємства-банкрута. Сума цих коштів розподіляється у певній черговості. Система черговості задоволення фінансових вимог кредиторів при продажу майна збанкрутілого підприємства наведена на рис. 22.11.

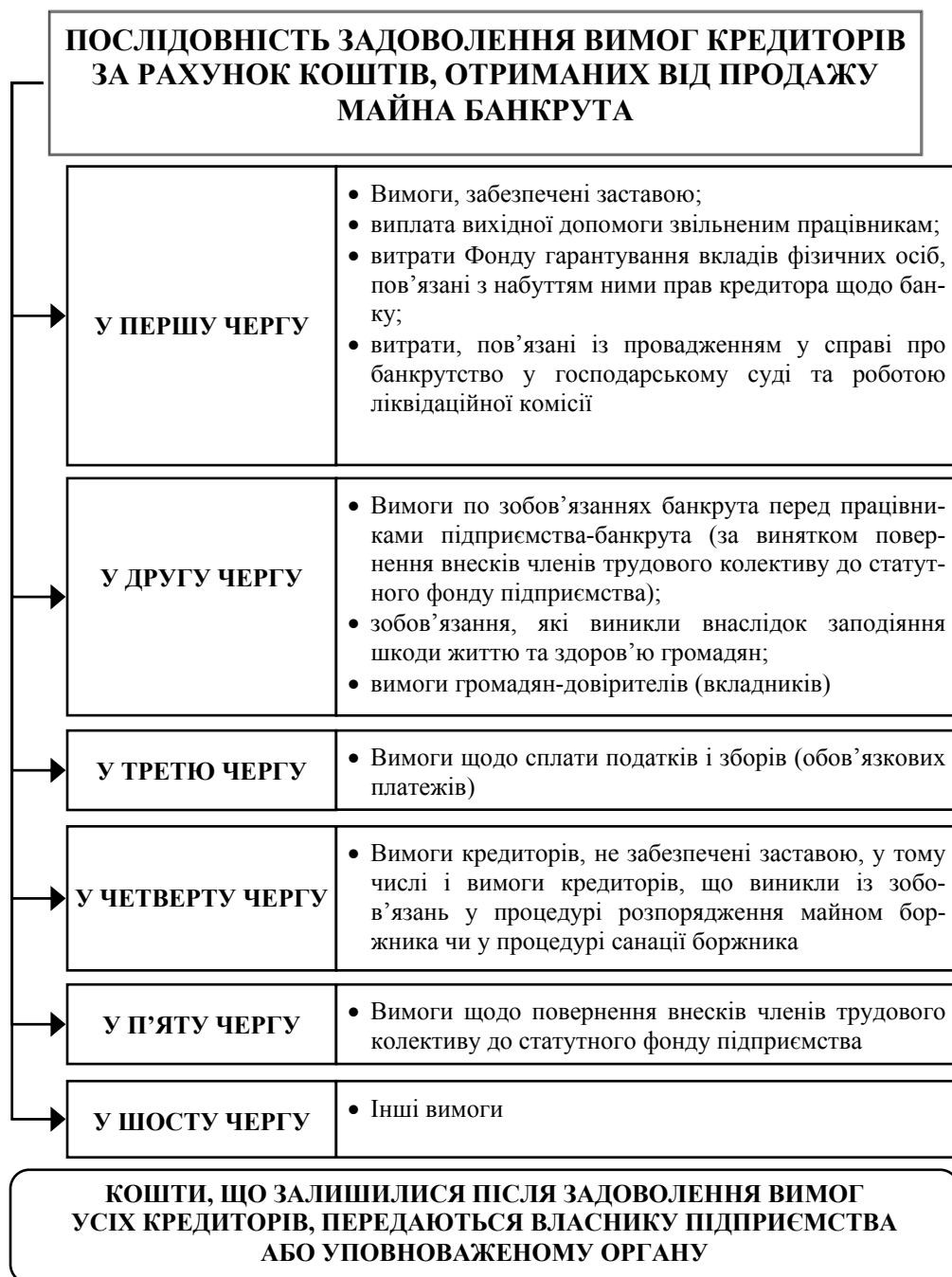


Рис. 22.11. Черговість задоволення вимог за рахунок коштів, отриманих від продажу майна підприємства-банкрута

У процесі розподілу засобів вимоги кожної наступної черги задовольняються після повного задоволення вимог попередньої черги. У випадку недостатності засобів від продажу майна, для повного задоволення усіх вимог однієї черги, претензії задовольняються пропорційно належному кожному кредиторів сумі.

7. Розробка ліквідаційного балансу банкрута. Це баланс підприємства-банкрута, складений ліквідаційною комісією після реалізації необхідної частини його активів і повного задоволення усіх вимог кредиторів, який передається у господарський суд.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 8

1. В умовах високої мінливості факторів зовнішнього та внутрішнього середовища здійснення фінансової діяльності підприємства зростає вірогідність настання фінансових криз, що обумовлює необхідність їхньої вчасної діагностики та реалізації заходів із попередження або усунення наслідків настання. Ці функції покладаються на антикризове фінансове управління, головною метою якого є відновлення фінансової рівноваги підприємства та мінімізація розміру зниження ринкової вартості підприємства, спричинених фінансовою кризою.
2. Антикризове фінансове управління – це процес, що передбачає певну послідовність етапів робіт, у перебігу якого здійснюється постійний моніторинг фінансового стану підприємства, обґрунтовується система профілактичних заходів із попередження фінансових криз, ідентифікуються параметри фінансової кризи, досліджуються фактори, що її зумовлюють, оцінюються потенційні можливості по подоланню фінансової кризи, обираються напрями механізмів фінансової стабілізації підприємства, розробляється програма виводу підприємства із кризового стану, здійснюється контроль за процесом її реалізації та розробляються заходи по усуненню наслідків фінансової кризи.
3. Важливою компонентою системи антикризового фінансового менеджменту є діагностика фінансової кризи, яка є системою цільового фінансового аналізу, спрямованого на виявлення можливих тенденцій і негативних наслідків кризового розвитку підприємства. Залежно від мети й методів дослідження розрізняють системи експрес- та фундаментальної діагностики фінансової кризи.

4. Експрес-діагностика фінансової кризи характеризує систему регулярної оцінки кризових параметрів фінансового розвитку підприємства, яка здійснюється на основі даних його фінансового обліку за встановленими алгоритмами. Метою такої діагностики є виявлення на ранній стадії ознак кризового розвитку підприємства та попередня оцінка масштабів кризових явищ.
5. Діагностика фінансової кризи здійснюється по основних об'єктах спостереження «кризового поля», якими є чистий грошовий потік підприємства, його ринкова вартість, структура капіталу, склад фінансових зобов'язань, склад активів, поточних витрат підприємства, рівень концентрації фінансових операцій у зонах підвищеного ризику. По кожному з об'єктів спостереження кризового поля формується система індикаторів, яка включає об'ємні і структурні показники.
6. Фундаментальна діагностика фінансової кризи є системою оцінки параметрів кризового фінансового розвитку підприємства, яка здійснюється на основі методів факторного аналізу та прогнозування. Основні цілі проведення фундаментальної діагностики – поглиблення результатів оцінки кризових параметрів фінансового розвитку підприємства, отриманих у процесі експрес-діагностики; підтвердження отриманої попередньої оцінки масштабів кризового фінансового стану підприємства, прогнозування розвитку окремих факторів, що генерують загрозу фінансової кризи підприємства та їхніх негативних наслідків; оцінка і прогнозування спроможності підприємства до нейтралізації фінансової кризи за рахунок внутрішнього фінансового потенціалу. Фундаментальна діагностика ґрунтується на методах коефіцієнтного, кореляційного аналізу, SWOT-аналізу, методах дискримінантного аналізу.
7. Основну роль у системі антикризового фінансового управління відіграє внутрішній механізм фінансової стабілізації, який містить оперативний, тактичний і стратегічний елементи. Їхня послідовна реалізація дозволяє усунути неплатоспроможність, відновити фінансову стійкість підприємства та забезпечити фінансову рівновагу у довгостроковому періоді.
8. У системі стабілізаційних заходів, спрямованих на виведення підприємства з фінансової кризи, важлива роль належить його фінансовій санації, яка представляє собою систему заходів, спрямованих на відновлення платоспроможності і фінансової стійкості підприємства, що знаходиться у стані фінансової кризи, з метою запобігання його ліквідації.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

9. Одним з напрямів фінансової санації підприємства є реструктуризація його заборгованості – комплекс заходів по перетворенню його боргових зобов'язань, спрямованих на погашення поточних вимог кредиторів, з метою відновлення його платоспроможності, яка може здійснюватися у формі пролонгації термінів виплати заборгованості у формі їх відстрочки, розстрочки, переоформлення заборгованості в інші види кредиту, її конверсія у майно, відмова від кредитних вимог.
10. У системі заходів антикризового управління підприємством, що забезпечують необхідну їх санацію і реалізацію цілей стратегічного розвитку, посідає реорганізація – майнова трансформація окремих господарських суб'єктів, яка супроводжується перетворенням їхнього організаційно-правового статусу, з метою більш ефективного здійснення господарської діяльності. Реорганізація підприємства може здійснюватися у формі злиття, приєднання, поділу, виділення, перетворення, котрі є формою інтеграції або диверсифікації капіталу підприємства і спрямовані на забезпечення його «зовнішнього зростання».

? Питання для самоконтролю знань

1. Дайте визначення поняття «фінансова криза» підприємства.
2. Назвіть основні види фінансових криз підприємства.
3. Визначте сутність та основні завдання антикризового фінансового управління.
4. Назвіть основні принципи антикризового фінансового управління.
5. Назвіть основні етапи антикризового фінансового управління підприємством.
6. Охарактеризуйте сутність і завдання антикризового фінансового управління підприємством.
7. Визначте сутність та основні завдання діагностики фінансової кризи підприємства.
8. Охарактеризуйте систему основних показників експрес-діагностики фінансової кризи підприємства.
9. Охарактеризуйте систему основних показників фундаментальної діагностики фінансової кризи підприємства.
10. Охарактеризуйте сутність внутрішніх механізмів стабілізації фінансової кризи.

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

11. Дайте характеристику основних методів оперативного механізму стабілізації фінансової кризи.
12. Надайте характеристику основних методів тактичного механізму стабілізації фінансової кризи.
13. Дайте характеристику основних методів стратегічного механізму стабілізації фінансової кризи.
14. Визначте сутність зовнішніх механізмів фінансової стабілізації підприємства.
15. Дайте визначення поняття «реструктуризація заборгованості».
16. Назвіть основні форми реструктуризації заборгованості та дайте їх характеристику.
17. Дайте визначення поняття «реорганізація підприємства».
18. Назвіть основні форми реорганізації підприємства та дайте їх характеристику.

Тестові завдання для контролю знань

1. Злиття однотипних фірм, у яких відсутні зв'язки «виробник-постачальник», називають:
 - 1.1. Горизонтальним.
 - 1.2. Вертикальним.
 - 1.3. Конгенеретичним.
 - 1.4. Конгломеративним.
2. Злиття двох фірм, які виробляють однаковий тип товару (послуг), називають:
 - 2.1. Горизонтальним.
 - 2.2. Вертикальним.
 - 2.3. Конгенеретичним.
 - 2.4. Конгломеративним.
3. Злиття підприємства з одним із її постачальників, чи споживачів називається:
 - 3.1. Горизонтальним.
 - 3.2. Вертикальним.
 - 3.3. Конгенеретичним.
 - 3.4. Конгломеративним.

- 4. Злиття, при якому компанії, що беруть у ньому участь, не діють як ціла економічна одиниця і від якого не очікується поточних економічних наслідків, називається:**
- 4.1. Операційним (виробничим) злиттям.
 - 4.2. Фінансовим злиттям.
 - 4.3. Родовим злиттям.
- 5. Зміна організаційно-правової форми та виду товариства представляє собою таку форму реструктуризації як:**
- 5.1. Перетворення.
 - 5.2. Поділ.
 - 5.3. Злиття.
- 6. Яка форма реструктуризації передбачає припинення діяльності одного підприємства та передачу за розподільчим актом у відповідних частинах усіх його майнових прав і зобов'язань до декількох підприємств?**
- 6.1. Поділ.
 - 6.2. Виділення.
 - 6.3. Перетворення.
 - 6.4. Приєднання.
- 7. Яка із форм реструктуризації за напрямом реорганізаційних процесів є зовнішньою?**
- 7.1. Поділ.
 - 7.2. Злиття.
 - 7.3. Виділення.
- 8. Як найбільш коректно можна охарактеризувати процедуру реструктуризації, яка здійснюється відповідно до судової постанови?**
- 8.1. Зовнішня реструктуризація.
 - 8.2. Внутрішня реструктуризація.
 - 8.3. Примусова реструктуризація.
- 9. Об'єднання компаній різних галузей без наявності виробничої спільності представляє:**
- 9.1. Конгломеративне злиття.
 - 9.2. Вертикальне злиття.
 - 9.3. Горизонтальне злиття.

10. Фінансова криза, що охоплює усі напрями та форми фінансової діяльності підприємства, представляє:

- 10.1. Довгострокову фінансову кризу.
- 10.2. Системну фінансову кризу.
- 10.3. Структурну фінансову кризу.

11. Головною метою антикризового фінансового управління є:

- 11.1. Усунення неплатоспроможності підприємства.
- 11.2. Відновлення фінансової стійкості підприємства.
- 11.3. Відновлення фінансової рівноваги та мінімізація втрати ринкової вартості підприємства.

12. Який об'єкт спостереження «кризового поля» характеризує показник «сума чистих активів підприємства за ринковою вартістю»?

- 12.1. Склад активів підприємства.
- 12.2. Ринкову вартість підприємства.
- 12.3. Структуру капіталу підприємства.

13. Зниження ліквідності грошового потоку, коефіцієнта автономії та стабілізація ринкової вартості підприємства характерні для:

- 13.1. Легкої фінансової кризи.
- 13.2. Глибокої фінансової кризи.
- 13.3. Катастрофічної фінансової кризи.

14. Суттєве падіння коефіцієнтів платоспроможності, вкладення капіталу у зоні критичного ризику, зростання змінних витрат при високому коефіцієнті операційного левериджу характерне для:

- 14.1. Легкої фінансової кризи.
- 14.2. Глибокої фінансової кризи.
- 14.3. Катастрофічної фінансової кризи.

15. Фундаментальна діагностика фінансової кризи базується на методах:

- 15.1. Факторного аналізу та прогнозування.
- 15.2. Вертикального, горизонтального й порівняльного аналізу.
- 15.3. Аналізу фінансових коефіцієнтів.

16. Узагальнюючу оцінку спроможності підприємства до нейтралізації фінансової кризи у короткостроковому періоді надає:

- 16.1. SWOT-аналіз.
- 16.2. Z-коефіцієнт Альтмана.
- 16.3. Рівень співвідношення очікуваної суми чистого грошового потоку та середньої суми фінансових зобов'язань.

17. Оперативні внутрішні механізми фінансової стабілізації застосовуються для:

- 17.1. Відновлення фінансової стійкості.
- 17.2. Забезпечення фінансової рівноваги у довгостроковому періоді.
- 17.3. Усунення неплатоспроможності.

18. Що собою представляє антикризове фінансове управління?

- 18.1. Систему принципів і методів розробки та реалізації комплексу спеціальних управлінських рішень, які спрямовані на попередження й подолання фінансових криз підприємства, а також мінімізацію їхніх негативних наслідків.
- 18.2. Систему принципів і методів розробки та реалізації комплексу спеціальних управлінських рішень, які спрямовані на забезпечення ліквідності підприємства та підтримки його фінансової стійкості.
- 18.3. Систему принципів і методів розробки та реалізації комплексу спеціальних управлінських рішень, які спрямовані на забезпечення платоспроможності підприємства.

19. Яким чином підприємство може своєчасно діагностувати передкризовий фінансовий стан?

- 19.1. Шляхом аналізу основних результативних показників діяльності підприємства.
- 19.2. За допомогою спеціальних діагностичних коефіцієнтів.
- 19.3. Шляхом постійного моніторингу фінансового стану підприємства і факторів зовнішнього середовища.
- 19.4. Виключно експертним методом.

20. Відновлення фінансової рівноваги підприємства та мінімізація втрат його ринкової вартості, що спричиняється фінансовими кризами, – це:

- 20.1. План дій антикризового управління підприємством.
- 20.2. Напрямок аналітичної роботи антикризового управління.
- 20.3. Головна мета кредитної політики підприємства.
- 20.4. Головна мета антикризового управління підприємством.

21. Що собою представляє експрес-діагностика симптомів фінансової кризи?

- 21.1. Це регулярна оцінка кризових параметрів фінансового розвитку підприємства, яка здійснюється на базі даних його фінансового обліку за стандартними алгоритмами аналізу.
- 21.2. Це розробка бізнес-плану оздоровлення підприємства із системою запропонованих заходів фінансового оздоровлення підприємства.
- 21.3. Це перелік антикризових заходів, обсяг фінансових ресурсів, що виділяється для їхньої, реалізації, і терміни реалізації окремих заходів.

22. Які з перелічених напрямів не є об'єктами спостереження «кризового поля» підприємства, що включаються до системи моніторингу його поточної фінансової діяльності?

- 22.1. Чистий грошовий потік.
- 22.2. Структура капіталу.
- 22.3. Склад фінансових зобов'язань підприємства.
- 22.4. Обсяг товарних запасів.

23. Що дає підприємству система експрес-діагностики фінансового стану?

- 23.1. Оцінити і спрогнозувати здатність підприємства до нейтралізації фінансової кризи.
- 23.2. Прогнозувати розвиток окремих факторів, які генерують загрозу фінансової кризи.
- 23.3. Забезпечує раннє виявлення ознак кризового розвитку і дозволяє вжити оперативних заходів по їхній нейтралізації.
- 23.4. Правильна відповідь відсутня.

24. Що собою являє фундаментальна діагностика фінансової кризи підприємства?

- 24.1. Систему оцінки параметрів кризового фінансового розвитку підприємства, здійснюваної на основі методів факторного аналізу і прогнозування.
- 24.2. Дослідження різного ступеня впливу факторів зовнішнього та внутрішнього середовища на діяльність підприємства.
- 24.3. Виявлення стадії кризи: легка фінансова криза, глибока фінансова криза, катастрофічна фінансова криза.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

24.4. Оцінку фінансового стану у таких напрямках: ліквідність і платоспроможність, фінансова стійкість, рентабельність, ділова активність.

25. За допомогою яких методів здійснюється комплексний фундаментальний аналіз впливу окремих факторів на кризовий фінансовий розвиток?

- 25.1. Техніко-економічних розрахунків, економіко-статистичний та економіко-математичний.
- 25.2. Аналіз фінансових коефіцієнтів, кореляційний аналіз, SWOT-аналіз, «Модель Альтмана».
- 25.3. Аналіз фінансових коефіцієнтів, аналіз за допомогою моделі Ковальова, факторно-аналітичний.

Задачі для набуття практичних навичок

Задача 8.1

Виходячи з наступної інформації про діяльність підприємства, проведіть експрес-діагностику фінансового стану підприємства та визначте глибину фінансової кризи підприємства. Обґрунтуйте свій висновок.

Інформація про фінансовий стан підприємства за останні три роки

Показники	1 рік	2 рік	3 рік
1. Виручка від реалізації продукції, тис. грн	1500	1300	1100
2. Коефіцієнт операційного левириджу	0,6	0,6	0,6
3. Чистий прибуток, тис. грн	70	40	15
4. Середня сума активів, тис. грн.	1100	1000	840
5. Середня сума оборотних активів, тис. грн	330	300	200
6. Середня сума дебіторської заборгованості за товари, роботи і послуги за первісною вартістю, тис. грн	150	160	170
7. Резерв сумнівних боргів, тис. грн	10	20	40
8. Середня сума грошових активів, тис. грн	2	1,5	0,7
9. Середня сума власного капіталу, тис. грн	330	330	330

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

<i>Закінчення таблиці</i>			
Показники	1 рік	2 рік	3 рік
10. Середня сума довгострокового позикового капіталу, тис. грн	250	250	–
11. Короткострокові кредити банку, тис. грн	100	–	–
12. Короткострокова кредиторська заборгованість за товари, роботи та послуги, тис. грн	320	320	400
13. Інші поточні зобов'язання, тис. грн	200	100	110
14. Валовий позитивний грошовий потік, тис. грн	1110	1000	800
15. Валовий від'ємний грошовий потік, тис. грн	1000	1000	780
16. Дефіцит грошових коштів (відкладені платежі), тис. грн	5	10	25

Задача 8.2

Виходячи з інформаційного забезпечення та результатів аналізу задачі 8.1, обґрунтуйте систему заходів щодо нейтралізації виявленої фінансової кризи підприємства.

Задача 8.3

Обравши на власний розсуд підприємство з наявними ознаками кризового стану, на основі його фінансової звітності за останні три роки проведіть комплексну фундаментальну діагностику фінансової кризи. За результатами аналізу оформіть аналітичну записку, в якій ідентифікуйте глибину фінансової кризи, обґрунтуйте свій висновок, назвіть основні причини її виникнення та запропонуйте шляхи подолання кризового стану.

Задача 8.4

Підприємство «Оріон» у процесі проведення фундаментальної діагностики фінансового стану виявило наявність кризових явищ у діяльності підприємства, масштаби яких відповідають стану легкої фінансової кризи. Фінансова служба після детального вивчення причин погіршення фінансового стану та можливостей по їхньому усуненню розробила низку заходів щодо стабілізації ситуації, реалізація яких дозволяє прогнозувати наступний рух грошових коштів.

Розділ 8. АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ

Інформація про прогнозні грошові потоки та фінансові зобов'язання підприємства «Оріон» після реалізації системи антикризових заходів

(тис. грн)

Показники	1 кв-л	2 кв-л	3 кв-л	4 кв-л
1. Надходження грошових коштів від реалізації продукції	200	220	250	290
2. Надходження грошових коштів від здачі в оренду вільних приміщень	10	10	10	10
3. Надходження грошових коштів від реалізації частини основних засобів, що не використовуються	100	—	—	—
4. Надходження грошових коштів від реалізації незавершеного капітального будівництва	270	—	—	—
5. Витрачання грошових коштів на придбання сировини й матеріалів	70	87	100	150
6. Витрачання грошових коштів на виплату заробітної плати та соціальне страхування персоналу	30	30	30	30
7. Витрачання грошових коштів на сплату податкових зобов'язань, що виникають у передплановому та плановому періоді	15	30	22	23
8. Витрачання грошових коштів на фінансування інших операційних витрат	2	1	1,5	1,5

На початок прогнозного періоду фінансові зобов'язання підприємства, виконання яких викликало труднощі, становлять 500 тис. грн. Оцініть спроможність підприємства до нейтралізації фінансової кризи за рахунок внутрішнього фінансового потенціалу.

Задача 8.5

Підприємство «Омега», яке упродовж декількох років успішно розвивалося, у результаті стрімкого нарощування обсягів продажів, інвестиційної активності та невідповідності обсягів операційної діяльності фінансовим параметрам своєї діяльності вийшло зі стану фінансової рівноваги й опинилося на межі катастрофічної фінансової кризи. Менеджмент підприємства швидко відреагував на ситуацію фінансової кризи, розробив систему заходів із внутрішньої стабілізації фінансового стану, що дозволило упродовж року усунути неплатоспроможність та

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

відновити фінансову стійкість підприємства. Перед фінансовою службою підприємства постало завдання щодо забезпечення стану фінансової рівноваги. У зв'язку з цим департаменту фінансів доручено розробити альтернативні управлінські рішення щодо збалансування темпів приросту обсягів реалізації продукції та параметрів фінансової політики. На момент виходу із кризи та стабілізації фінансової стійкості діяльність підприємства характеризувалася наступними показниками:

Основні показники діяльності підприємства «Омега» після стабілізації фінансового стану

(тис. грн)

Показники	Значення
1. Сума чистого прибутку	70
2. Сума дивідендних виплат	30
3. Обсяг участі персоналу у прибутку	15
4. Сума капіталізованого прибутку	35
5. Обсяг реалізації продукції	1100
6. Вартість активів:	550
– у тому числі необоротних	310
7. Сума власного капіталу	300
8. Сума позикового капіталу	250

Фінансова служба підприємства запропонувала наступні альтернативні варіанти управлінських рішень по зміні параметрів фінансової політики з метою забезпечення приросту обсягів реалізації продукції:

1. Зменшення суми дивідендних виплат на 10 тис. грн з метою збільшення суми капіталізованого прибутку.
2. Збільшення обсягу участі персоналу підприємства у прибутку на 5 тис. грн при збереженні дивідендної політики та зменшенні суми капіталізованого прибутку.
3. Збільшення суми власного капіталу на 50 тис. грн з метою зменшення позикових джерел фінансування активів.
4. Поповнення активів на 60 тис. грн за рахунок нарощування їхньої необоротної частини (приріст активів пропонується фінансувати наступним чином: 50% за рахунок власного і 50% за рахунок позикового капіталу).

Виходячи з наведеної інформації, оцініть оптимальні темпи приросту обсягів реалізації продукції, що відповідають кожному з варіантів управлінських рішень щодо зміни параметрів фінансової політики підприємства та оберіть варіант, який сприятиме максимізації обсягів реалізації при збереженні стану фінансової рівноваги.

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 р. № 436-IV зі змін. та допов. / Верховна Рада України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
2. Про господарські товариства : Закон України від 19.09.1991 р. № 1576-XII зі змін. та допов. / Верховна Рада України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
3. Національні стандарти бухгалтерського обліку в Україні (зі змін. і допов.). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
4. Про інвестиційну діяльність : Закон України від 18.09.1991 р. №1560-XII зі змін. і допов. / Верховна Рада України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
5. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : Закон України від 16.07.1999 р. № 996-XIV / Верховна Рада України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
6. Податковий кодекс : Закон України від 23.12.2010 р. № 2856-VI / Верховна Рада України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
7. International standard ISO 31000 «Risk management – Principles and guidelines», first edition 2009-11-15.
8. International standard ISO Guide 73:2009 «Risk management – Vocabulary».
9. International standard ISO/IEC 31010 «Risk management – Risk assessment techniques».
10. Про затвердження Критеріїв ризику легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансування тероризму : Наказ Держ. ком. фін. моніторингу України від 03.08.2010 р. № 126.
11. Управление рисками организаций. Интегрированная модель : Методы применения / Отчет Ком. спонсор. орг. Комис. Тредвея (COSO) ; рус. версия. – Сент., 2004.
12. Стандарты управления рисками : Одобрены Федерацией европ. ассоц. риск-менеджеров (FERMA). – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theirm.org/publications/PUstandard.html>
13. Басовский Л.Е. Финансовый менеджмент : учебник / Л.Е. Басовский. – М. : НИЦ ИНФРА-М, 2013. – 240 с.
14. Бланк І.О. Управління фінансами підприємств : підручник / І.О. Бланк, Г.В. Ситник. – Київ : КНТЕУ, 2006. – 780 с.

15. Бланк І.О. Управління фінансами підприємств і об'єднань : навч. посіб. / І.О. Бланк, Г.В. Ситник. – Київ : КНТЕУ, 2006. – 183 с
16. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Т. 1. – 3-е изд., перераб. и доп. – Киев : Ника-Центр ; Эльга, 2011. – 656 с.
17. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента / И.А. Бланк. – Т. 2. – 3-е изд., перераб. и доп. – Киев : Ника-Центр ; Эльга, 2011. – 674 с.
18. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр ; Эльга, 2005. – 600 с.
19. Бланк И.А. Управление денежными потоками / И.А. Бланк. – Киев : Ника-Центр ; Эльга, 2007. – 752 с.
20. Бланк И.А. Управление финансовыми ресурсами / И.А. Бланк. – М. : Омега-Л, 2010. – 768 с.
21. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. – Киев : Эльга ; Ника-Центр, 2004. – 600 с.
22. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: полный курс / Ю. Бригхем, Л. Галенски ; пер. с англ., под ред. В.В. Ковалёва. – В 2-х т. – Т. 1. – СПб. : Экон. шк., 1997. – 497 с.
23. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – 823 с.
24. Брег С. Настольная книга финансового директора : пер. с англ. / С. Брег. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 532 с.
25. Ван Хорн Д. Основы финансового менеджмента : пер. с англ. / Д. Ван Хорн, Дж. Вахович. – М. : Издат. дом «Вильямс», 2004. – 992 с.
26. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов : пер с англ. /А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
27. Каплан Р. Сбалансированная система показателей / Р. Каплан, Д. Нортон. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.
28. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление : пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 2-е изд., стер. – Сер. : Мастерство. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
29. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов : пер. с нем. / Л. Крушвиц. – СПб. : Питер, 2002.
30. Ли Ч. Финансы корпораций: теория, методы и практика : пер. с англ. / Ч. Ли, Д. Финнерти. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 686 с.
31. Лігоненко Л.О. Управління грошовими потоками підприємства : навч. посіб. / Л.О. Лігоненко, Г.В. Ситник. – Київ : КНТЕУ, 2005. – 234 с.

СПИСОК РЕКОМЕНДОВАНИХ ДЖЕРЕЛ

32. Ольве Н.Г. Оценка эффективности деятельности компании. Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей / Н.Г. Ольве, Ж. Рой, М. Ветер. – М. : Вильямс, 2004. – 368 с.
33. Пол Р. Нивен. Сбалансированная система показателей / Р. Пол Нивен. – Днепропетровск : Баланс клуб, 2003. – 357 с.
34. П'ятницька Г.Т. Стратегічне управління : навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / Г.Т. П'ятницька, Л.В. Лукашова, Н.В. Ракша ; за ред. Г.Т. П'ятницької. – Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2013. – 408 с.
35. Савчук В.П. Стратегия + Финансы: уроки принятия бизнес-решений для руководителей / В.П. Савчук. – Киев : Companion Group, 2009. – 756 с.
36. Савчук В.П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент / В.П. Савчук. – Киев : Издат. дом «Максимум», 2006. – 884 с.
37. Ситник Г.В. Фінанси торгівлі : монографія / Г.В. Ситник. – Київ : КНТЕУ, 2014. – 672 с.
38. Фінансовий менеджмент: методика розв'язання практичних завдань : навч. посіб. / І.Г. Ганечко, Г.В. Ситник, В.С. Андрієць та ін. – Київ : КНТЕУ, 2015. – 244 с.
39. Фінансовий менеджмент : підручник / за ред. А.М. Поддєрьогіна. – Київ : КНТЕУ, 2005. – 476 с.
40. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / за заг ред. Т.В. Момота. – Київ : Центр навч. літ., 2011. – 712 с.
41. Финансовый менеджмент. Проблемы и решения : учеб. [для магистров] / под ред. А.З. Бобылевой. – М. : Изд-во «Юрайт», 2012. – 903 с.
42. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А. Лобанова, А.В. Чугунова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2010.
43. Этрилл П. Финансовый менеджмент для неспециалистов : пер. с англ. / П. Этрилл ; под ред. Е.Н. Бондаревской. – 3-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 608 с.
44. Ивлєв В. Применение концепции контроллинга и процессного подхода для построения систем управления / В. Ивлєв, Т. Попова. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.quality.eur.ru/DOCUM2/vipcost.htm
45. Колісник М. Інновації в методах підрахунку витрат / М. Колісник. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://innovations.com.ua/ua/articles/13508/temp>

ІМЕННИЙ ПОКАЖЧИК

А

Амортизаційна політика підприємства.
Аналіз грошових активів.
Аналіз грошових потоків.
Аналіз оборотних активів.
Аналіз операційних необоротних активів.
Аналіз фінансових коефіцієнтів.
Аналіз формування власних фінансових ресурсів.
Антикризове фінансове управління.

Б

Балансовий план.
Банківський кредит.
Бета-коефіцієнт.
Бізнес-план санації.
Бланковий кредит.
Бюджет.

В

Вартість капіталу.
Вартість під ризиком.
Вертикальний фінансовий аналіз.
Виділення.
Вирівнювання грошових потоків.
Власний капітал.
Власні оборотні активи.
Внутрішні механізми нейтралізації фінансових ризиків.
Внутрішня ставка дохідності.

Г

Головна фінансова стратегія.
Горизонтальний фінансовий аналіз.
Грант-елемент.
Грошовий потік підприємства.

Д

Джерела формування власних фінансових ресурсів.
Дивідендна політика.
Діагностика фінансової кризи.

Е

Експрес-діагностика фінансового стану.
Ефект комбінованого левериджу.

ІМЕННИЙ ПОКАЖЧИК

Ефект операційного левириджу.
Ефект фінансового левириджу.
Ефективність фінансового інструмента.

З

Завдання управління фінансами.
Загальний коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості.
Збалансована система показників.
Збалансування обсягів грошових потоків.
Злиття.

І

Інвестиції підприємства.
Інвестиційна політика.
Інвестиційний запас грошових коштів.
Інвестиційний портфель.
Інвестиційний проект.
Індекс дохідності.
Індекс рентабельності.
Інтегральний фінансовий аналіз.
Інформаційна система.
Іпотечний кредит.

К

Коефіцієнт абсолютної платоспроможності.
Коефіцієнт автономії.
Коефіцієнт заборгованості.
Коефіцієнт маневреності власного капіталу.
Коефіцієнт маневреності власного та довгострокового позикового капіталу.
Коефіцієнт маневреності операційних активів.
Коефіцієнт операційного левириджу.
Коефіцієнт поточної заборгованості.
Коефіцієнт поточної платоспроможності.
Коефіцієнт проміжної платоспроможності.
Коефіцієнт фінансування.
Коефіцієнт чистої поточної платоспроможності.
Коефіцієнти оцінки оборотності активів.
Коефіцієнти оцінки оборотності капіталу.
Коефіцієнти рентабельності (прибутковості).
Компенсаційний залишок грошових активів.
Консорціумний кредит.

Контокорентний кредит.
Кредитна лінія.
Кредитна політика.
Кредитні умови.
Критерій Вальда.
Критерій Гурвіца.
Критерій «максі макса».
Критерій Севіджа.
Кругообіг операційних необоротних активів.

Л

Ліквідаційна процедура при банкрутстві.
Ломбардний кредит.

М

Маржинальний операційний прибуток.
Матриця рішень.
Мета управління фінансами.
Мета формування капіталу.
Метод управління завданнями.
Метод управління по слабких сигналах.
Метод управління стратегічними позиціями.
Методи збалансування дефіцитного грошового потоку.
Методи оцінки запасів.
Механізм управління фінансами.
Механізм управління формуванням операційного прибутку на основі системи «Взаємозв'язок витрат, обсягу реалізації й прибутку».
Моделі оцінки вартості акцій.
Моделі оцінки вартості облігацій.
Модель економічно обґрунтованого розміру замовлення.
Модель фінансової рівноваги.
Модифікована внутрішня ставка дохідності.

Н

Нематеріальні активи.
Необоротні операційні активи.

О

Облігаційна позика.
Облік векселів.
Оборотні активи.
Овердрафт.
Онкольний кредит.

ІМЕННИЙ ПОКАЖЧИК

Оперативний механізм фінансової стабілізації.
Операційний залишок грошових коштів.
Операційний цикл.
Оптимальна структура капіталу.
Оптимізація грошових потоків.
Оптимізація загальної потреби у капіталі.
Оптимізація матеріальних потоків.
Основні засоби.

П

Перетворення.
Період окупності.
ПЕСТ (PEST)-аналіз.
План доходів і витрат.
План надходження та витрачання грошових коштів.
Платіжний календар.
Поділ.
Позиковий капітал.
Політика управління дебіторською заборгованістю.
Політика фінансування оборотних активів.
Політика формування оборотних активів.
Порівняльний фінансовий аналіз.
Поточні зобов'язання за розрахунками.
Приєднання.
Принципи управління фінансами підприємств.
Програма реальних інвестицій.
Просте відтворення операційних необоротних активів.

Р

Реалізація фінансової стратегії.
Реальні інвестиції.
Револьверний кредит.
Реорганізація.
Реструктуризація.
Рівень фінансового ризику.
Розширене відтворення операційних необоротних активів.
Ролловерний кредит.

С

Санація.
СВОТ (SWOT)- аналіз.
Сезонний кредит.
Середньозважена вартість капіталу.

Синхронізація грошових потоків.
Система інтегрального фінансового аналізу за моделлю корпорації Дюпон.
Система оперативного фінансового планування.
Система перспективного фінансового планування.
Система поточного фінансового планування.
СНВ (SNW)-аналіз.
Стратегічна фінансова позиція підприємства.
Стратегічний механізм фінансової стабілізації.
Стратегічний фінансовий аналіз.
Стратегічні зміни.
Стратегічні фінансові рішення.
Стратегічні цілі фінансової діяльності підприємства.
Страховий запас грошових коштів.
Страхування.
Структура капіталу.

Т

Тактичний механізм фінансової стабілізації.
Типи дивідендної політики.
Товарний кредит.
Тривалість операційного циклу.

У

Управління грошовими активами.
Управління грошовими потоками підприємства.
Управління емісією акцій.
Управління залученням банківського кредиту. Управління залученням позикового капіталу.
Управління залученням товарного кредиту.
Управління запасами.
Управління інвестиціями.
Управління капіталом.
Управління облігаційною позикою.
Управління оновленням необоротних операційних активів.
Управління операційними активами.
Управління поточними зобов'язаннями за розрахунками.
Управління поточною дебіторською заборгованістю.
Управління проектами.
Управління реальними інвестиціями.
Управління фінансами підприємств.
Управління фінансовим лізингом.
Управління фінансовими інвестиціями.

ІМЕННИЙ ПОКАЖЧИК

Управління фінансовими ризиками.
Управління фінансуванням необоротних операційних активів.
Управління фінансуванням оборотних активів.
Управління формуванням власних фінансових ресурсів.

Ф

Факторинг.
Фінансова криза.
Фінансова політика.
Фінансова санація.
Фінансова стратегія.
Фінансова філософія.
Фінансове інвестування.
Фінансове планування.
Фінансове середовище функціонування підприємства.
Фінансовий аналіз.
Фінансовий важіль.
Фінансовий контролінг.
Фінансовий контроль.
Фінансовий леверидж.
Фінансовий лізинг.
Фінансовий метод.
Фінансовий ризик.
Фінансовий цикл.
Фінансові інвестиції.
Фінансові інструменти.
Флоут.
Формування портфеля фінансових інвестицій.
Формування програми реальних інвестицій.
Форфейтинг.
Фундаментальна діагностика фінансової кризи.
Функції управління фінансами.

Х

Хеджування.

Ч

Чистий приведений дохід.
Чисті оборотні активи.

Навчальне видання

БЛАНК Ігор Олександрович,
СИТНИК Ганна Вікторівна,
АНДРІЄЦЬ Віталій Савич

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Підручник

2-ге видання, перероблене і доповнене

Редактор Н.Ю. Ананьїна
Комп'ютерне верстання Л.І. Власової
Дизайн обкладинки М.О. Гнатенко

Формат 70x100/16. Ум. друк. арк. 63,86. Тираж 300 пр. Зам. 1378.

Видавець і виготовлювач
Київський національний торговельно-економічний університет
вул. Кіото, 19, м. Київ-156, Україна, 02156

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи серія ДК № 4620 від 03.10.2013 р.