

ЛІТЕРАТУРА



НАВЧАЛЬНО-МЕТОДИЧНА

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ПУЛЮЯ**

Кафедра економіки та фінансів

**ОПОРНИЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ
З ДИСЦИПЛІНИ
«ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ У СФЕРІ БІЗНЕСУ»
ЗА ОСВІТНІМ СТУПЕНЕМ «МАГІСТР»
для студентів денної та заочної форм навчання
спеціальностей:
072 «Фінанси, банківська справа та страхування»;
076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»**

Тернопіль-2019

Опорний конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий менеджмент у сфері бізнесу» за освітнім ступенем «Магістр» для студентів денної та заочної форм навчання спеціальностей: 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»; 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність» // Укл. к.е.н., доцент І.Г. Химич. – Тернопіль: ТНТУ ім. І. Пулюя, 2019. – 111 с.

Укладач: Химич Ірина Григорівна, кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки та фінансів
ТНТУ ім. І. Пулюя

Рецензенти: Бажанова Наталія Володимирівна, кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки та фінансів
ТНТУ ім. І. Пулюя

Крупка Андрій Ярославович, кандидат економічних наук,
ст.викл. кафедри економіки та фінансів
ТНТУ ім. І. Пулюя

Методичні рекомендації розглянуто та затверджено на засіданні кафедри економіки та фінансів

Протокол № ____ від « ____ » _____ 2019 р.

Схвалено на засіданні методичної комісії факультету економіки та менеджменту

Протокол № ____ від « ____ » _____ 2019 р.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
ТЕМА 1 ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ.....	6
ТЕМА 2 СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ.....	13
ТЕМА 3 УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ.....	16
ТЕМА 4 ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ В ЧАСІ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ.....	21
ТЕМА 5 УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ ПІДПРИЄМСТВА.....	23
ТЕМА 6 УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ.....	33
ТЕМА 7 ВАРТІСТЬ ТА ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ.....	38
ТЕМА 8 УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ.....	51
ТЕМА 9 УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ.....	69
ТЕМА 10 ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ НА ПІДПРИЄМСТВІ.....	76
ТЕМА 11 ФІНАНСОВЕ ПРОГНОЗУВАННЯ ТА ПЛАНУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ.....	82
ТЕМА 12 АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ.....	91
РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА.....	102
ГЛОСАРІЙ.....	104

ВСТУП

Опорний конспект лекцій з дисципліни «Фінансовий менеджмент у сфері бізнесу» призначений для надання допомоги студентам під час проведення лекційних занять, а також самостійного опрацювання теоретичного матеріалу.

Мета навчальної дисципліни «Фінансовий менеджмент у сфері бізнесу» – забезпечення формування цілісної системи знань про фінансові відносини в господарському процесі, фінансовому механізмі, технології управління фінансовою діяльністю господарчого суб'єкта тощо.

Завдання дисципліни «Фінансовий менеджмент у сфері бізнесу»:

- вивчення концептуальних основ, на яких базується фінансовий менеджмент, його основні методи та прийоми;
- накопичення знань щодо ефективної організації апарату управління фінансово-господарською діяльністю підприємства;
- формування вмінь для знаходження та обробки інформації для забезпечення ґрунтового фінансово-економічного аналізу, а також для прийняття ефективних фінансових рішень на основі отриманих результатів;
- вивчення та вміння використовувати фінансові методи та інструменти для обґрунтування управлінських рішень в трьох взаємопов'язаних сферах – інвестиційній, виробничій та фінансовій.

При вивченні дисципліни «Фінансовий менеджмент у сфері бізнесу» студенти повинні

Знати:

- основні теоретичні та організаційні основи фінансового менеджменту;
- особливості системи забезпечення фінансового менеджменту;
- сутність та особливості грошових потоків підприємства;
- необхідність оцінки вартості грошей в часі;
- особливості управління прибутком підприємства;
- специфіку управління оборотними активами підприємства;
- необхідність запровадження інвестиційної стратегії на підприємстві;
- необхідність управління ризиками на підприємстві;
- необхідність та функції фінансового контролінгу на підприємстві;
- особливості антикризового фінансового управління на підприємстві.

Вміти:

- планувати та прогнозувати грошові потоки підприємства;
- визначати вартість грошей в часі;
- здійснювати оцінку витрат та доходів на підприємстві;
- формувати та реалізовувати ефективну стратегію фінансування оборотних активів підприємства;
- здійснювати оптимізацію структури капіталу підприємства;
- здійснювати управління формуванням портфеля фінансових інвестицій;

- застосовувати сучасні концепції управління ризиками та основні методи їх мінімізації та ліквідації;
- здійснювати фінансове планування та прогнозування на підприємстві;
- формувати та впроваджувати фінансову стратегію на підприємстві;
- здійснювати оцінку фінансового стану підприємства на основі моделей банкрутства;
- модернізувати як загальну, так і фінансову стратегію підприємства з врахуванням змін зовнішньо-економічного середовища;
- перетворювати «слабкі» сторони підприємства на його конкурентні переваги;
- застосовувати міжнародний досвід в управлінні підприємством.

Вивчення навчальної дисципліни передбачає формування та розвиток у студентів компетентностей:

- **загальних:** синтез та аналіз; етична та педагогічна; креативність; комунікаційні навички; особистісний компонент;
- **фахових:** науково-дослідна діяльність; організаційні навички; комерційна складова; інноваційна діяльність; аналітична складова; проектно-економічна діяльність.

ТЕМА 1 ТЕОРЕТИЧНІ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

1. Еволюція та основні концепції фінансового менеджменту.
2. Сутність та принципи фінансового менеджменту.
3. Мета, задачі та функції фінансового менеджменту.
4. Стратегія та політика фінансового менеджменту.

1

У системі управління різними аспектами діяльності будь-якого підприємства в сучасних умовах найбільш складним і відповідальним ланкою є управління фінансами.

В країнах з ринковою економікою принципи і методи цього управління ще на рубежі XIX-XX століть оформилися в спеціалізовану галузь знань, що отримала назву «фінансовий менеджмент» (відомий американський фахівець в галузі фінансового менеджменту – Юджин Брігхем – зв'язує його зародження як самостійної наукової дисципліни в США, де вперше з'явився цей термін, з 90-ми роками XIX століття).

Фінансовий менеджмент як наука і навчальна дисципліна вперше заявила про себе в кінці 90-х років XIX століття.

Великомасштабне виробництво потребувало значних обсягів фінансових ресурсів, які слід було, по-перше, залучити і, по-друге, ефективно ними розпорядитись.

Розквіт і підвищення ролі фінансового капіталу дало потужний імпульс розвитку фінансового (фондового) ринку, який виступав сполучною ланкою всіх елементів фінансової системи.

В системі загальної економічної теорії почалося формування теорії фінансів (монетаристи, неокейнсіанці) і теорії фірми (О. Вільямсон, А. Алчіан, Р. Коуз та ін.).

У 1885-1920 роках оформилася школа наукового управління (Ф.У. Тейлор, Франк і Ліліан Гілберт, Генрі Гантт), основоположні принципи якої могли бути застосовані до управління функціональною, а саме фінансовою сферою діяльності організації.

Істотний внесок у методологію управління фінансами внесли маржиналісти (К. Менгер, Е. Бем-Баверк, англієць У. Джевонс, американець Дж. Б. Кларк, швейцарець В. Парето), які зробили спробу за допомогою математичного апарату викласти економічні ідеї і надати економічній науці строго доказову форму. Методологічні підходи школи маржиналістів до кількісного мікроекономічного аналізу найважливіших сторін господарської діяльності підприємства дозволяли вирішувати основні завдання управління його фінансами не тільки в теоретичному, а й практичному аспекті.

Таким чином, становлення фінансового менеджменту як самостійної наукової дисципліни було обумовлено необхідністю, у зв'язку з розширенням фінансових відносин, і можливістю, обумовленою теоретичним доробком у суміжних науках.

Коли на початку XX століття фінансовий менеджмент остаточно сформувався як окрема галузь науки, основний упор робився, насамперед, на законодавчі аспекти оподаткування та злиття компаній, на формування нових фірм і різні типи цінних паперів, які фірми могли випускати для того, щоб залучати капітал. Ці питання фінансовий менеджмент вирішував на першому етапі.

Протягом Великої депресії 30-х років в США минулого століття акцент змістився на банкрутство і реорганізацію, корпоративну ліквідність та регулювання ринку цінних паперів.

Протягом 40-х і на початку 50-х років минулого століття фінанси все ще вивчалися як описовий, інституційний предмет, який розглядався швидше з точки зору стороннього спостерігача, ніж менеджера. Однак наприкінці 50-х років намітилося рух у бік теоретичного аналізу, і фокус перемістився на рішення менеджерів, що розробляються з метою нарощування акціонерної вартості корпорацій.

Концентрація на максимальному збільшенні вартості продовжується і з настанням ХХІ століття. У той же час все більшу і більшу важливість набувають два нові напрями аналізу:

- 1) глобалізація бізнесу;**
- 2) наростаюча активність використання інформаційних технологій.**

Обидві ці тенденції надають компаніям нові захоплюючі можливості підвищення рентабельності та зниження ризиків, але вони призводять також до зростання конкуренції і до виникнення нових, раніше не відомих джерел ризиків.

Як наукова дисципліна, як область наукових знань фінансовий менеджмент базується на наступних взаємопов'язаних основних концепціях:

- 1) концепція грошового потоку;
- 2) концепція тимчасової цінності грошових ресурсів;
- 3) концепція компромісу між ризиком і прибутковістю;
- 4) концепція ціни капіталу;
- 5) концепція ефективності ринку капіталу;
- 6) концепція асиметричності інформації;
- 7) концепція агентських відносин;
- 8) концепції альтернативних витрат.

1. Концепція грошових потоків.

Враховуючи динамічну природу бізнесу, основним об'єктом дослідження і управління в системі фінансового менеджменту є не прибуток, а грошові потоки.

Концепція грошових потоків передбачає:

- а) ідентифікацію грошового потоку, його тривалість і вид (короткостроковий, довгостроковий, з відсотками або без);
- б) оцінку факторів, що визначають величину його елементів;
- в) вибір коефіцієнта дисконтування, що дозволяє зіставити елементи потоку, що генеруються в різні моменти часу;
- г) оцінку ризику, пов'язаного з певним потоком, і способи його обліку.

Для фінансового менеджменту важливо аналізувати рух грошових коштів за звітний період, визначати зміни основних джерел отримання коштів та напрямів їх використання. Національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку визначена обов'язковість складання такої форми звітності, як Звіт про рух грошових коштів, яка є головним інструментом аналізу фінансового стану підприємства. Це допомагає об'єктивно оцінити ліквідність підприємства в умовах інфляції, незважаючи на те, що при складанні інших форм звітності використовується метод нарахувань, завдяки якому відображення витрат здійснюється незалежно від процесу отримання або сплати певних сум грошей.

2. Концепція вартості грошей у часі (Концепція тимчасової цінності грошових ресурсів).

Ця концепція ґрунтується на твердженні, що гроші з плином часу втрачають свою вартість. На цей процес впливає інфляція, ризик неотримання очікуваної суми і її збільшення.

Інфляція властива практично кожній економіці. При інфляції відбувається перманентне знецінення грошей, яке викликає бажання вкласти їх у певні активи, що певною мірою стимулює інвестиційний процес.

Для фінансового менеджера ця концепція має виняткове значення, оскільки в аналітичних розрахунках доводиться порівнювати грошові потоки, які акумулюють або використовують в різні періоди часу.

3. Концепція операційного і фінансового ризику (Концепція компромісу між ризиком і прибутковістю).

Сенс концепції: отримання будь-якого доходу в бізнесі практично завжди пов'язане з ризиком, і залежність між ними прямо пропорційна. У той же час можливі ситуації, коли максимізація доходу повинна бути пов'язана з мінімізацією ризику.

Оскільки бізнес в будь-якій сфері піддається впливу багатьох факторів внутрішнього і зовнішнього середовища, які іноді досить важко точно спрогнозувати, він завжди має певним ступенем ризику, залежить від обсягу фінансових ресурсів, залучених до діяльності фірми. До основних внутрішніх факторів впливу відноситься більш високий, ніж у конкурентів, рівень собівартості, обумовлений недосконалою технологією або недостатнім професіоналізмом працівників та ін. Основними зовнішніми факторами є рівень конкуренції на ринку, нестійкість цін і попиту, нестабільність законодавства, особливо податкового і та ін.

Категорію ризику в фінансовому менеджменті враховують при оцінці інвестиційних проектів, при формуванні інвестиційного портфеля, при виборі фінансових інструментів; при ухваленні рішення про структуру капіталу, для обґрунтування дивідендної політики; при оцінці структури витрат та ін.

4. Концепція ціни капіталу.

Концепція ціни капіталу – обслуговування того чи іншого джерела фінансування обходиться для фірми неоднаково, отже, ціна капіталу показує мінімальний рівень доходу, необхідний для покриття витрат по підтримці кожного джерела і що дозволяє не опинитися в збитку.

Кількісна оцінка ціни капіталу має ключове значення в аналізі інвестиційних проектів і виборі альтернативних варіантів фінансування підприємства.

Ґрунтується ціна капіталу на визначенні суми фінансових витрат, необхідних для формування достатнього обсягу фінансових ресурсів. Вона, з одного боку, вказує на рівень цих витрат, а з іншого – необхідність забезпечити мінімальний рівень ефективності використання наявних фінансових ресурсів. Критерієм формування оптимальної структури капіталу повинна бути його мінімальна ціна.

При ринковій економіці більшість компаній пов'язано з ринком капіталу. Великі компанії та організації є кредиторами та інвесторами, а участь дрібних фірм найчастіше обмежується рішенням короткострокових завдань інвестиційного характеру. У кожному разі прийняття рішень, вибір поведінки на ринку капіталу, активність операцій тісно пов'язані з концепцією ефективного ринку.

5. Концепція ефективного ринку.

Концепція ефективності ринку капіталу – операції на фінансовому ринку (з цінними паперами) та їх обсяг залежить від того, на скільки поточні ціни відповідають внутрішнім вартостям цінних паперів. Ринкова ціна залежить від багатьох факторів, і в тому числі від інформації. Інформація розглядається як основний фактор, і наскільки швидко інформація відбивається на цінах, настільки змінюється рівень ефективності ринку.

Термін «ефективність» в даному випадку розглядається не в економічному, а в інформаційному плані, тобто ступінь ефективності ринку характеризується рівнем його інформаційної насиченості і доступності інформації учасникам ринку.

Досягнення інформаційної ефективності ринку базується на виконанні наступних умов:

- ринку властива множинність покупців і продавців;
- інформація доступна всім суб'єктам ринку одночасно, і її отримання не пов'язане з витратами;
- відсутні трансакційні витрати, податки та інші фактори, що перешкоджають здійсненню операцій;
- операції, що здійснюються окремим фізичним або юридичною особою, не можуть вплинути на загальний рівень цін на ринку;
- всі суб'єкти ринку діють раціонально, прагнучі максимізувати очікувану вигоду;

- надприбутки від операції з цінними паперами неможливі як рівноімовірна прогнозована подія для всіх учасників ринку.

Концепція ефективного ринку відбивається в проблемах, пов'язаних з невідповідністю реального ринку капіталу ефективному (ідеального) ринку. Ті рішення, які приймає фінансовий менеджер, можуть бути ефективними лише настільки, наскільки вдало він оперує об'єктивною інформацією, яку отримує з відповідних джерел. Отже, якість інформації є визначальним для прийняття фінансових рішень.

6. Концепція асиметричності інформації.

Концепція асиметричності інформації безпосередньо пов'язана з п'ятою концепцією. Її зміст полягає в наступному: окремі категорії осіб можуть володіти інформацією, не доступною іншим учасникам ринку. Використання цієї інформації може дати позитивний і негативний ефект.

7. Концепція агентських відносин.

Концепція агентських відносин введена у фінансовий менеджмент у зв'язку з ускладненням організаційно-правових форм бізнесу. Суть її полягає в складних організаційно-правових формах присутній розрив між функцією володіння і функцією управління, тобто власники компаній віддалені від управління, яким займаються менеджери. Для того, щоб нівелювати протиріччя між менеджерами і власниками, обмежити можливість небажаних дій менеджерів, власники змушені нести агентські витрати (участь менеджера в прибутках або згода з використанням прибутку).

8. Концепція альтернативних витрат.

Будь-яке вкладення завжди має альтернативу.

2

Однією з ключових підсистем загальної системи управління підприємством є *фінансовий менеджмент* як наука, присвячена методології та техніці управління фінансами, спрямована на досягнення стратегічних і тактичних цілей.

Фінансовий менеджмент розглядають також як вид професійної діяльності з управління фінансово-господарською діяльністю підприємства, тобто іншими словами **фінансовий менеджмент** – це система принципів і методів, розробки та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням і розподілом, а також з використанням фінансових ресурсів підприємства і організацією обороту його грошових коштів. В цю систему входять:

- розроблення і реалізація фінансової політики підприємства;
- інформаційне забезпечення (складання та аналіз фінансової звітності підприємства);
- оцінка інвестиційних проектів і формування «портфеля» інвестицій;
- поточне фінансове планування та контроль.

Матеріальна основа фінансового менеджменту – реальний грошовий обіг, тобто економічний процес, який викликає рух вартості, що супроводжується певним потоком грошових платежів та розрахунків.

Принципи фінансового менеджменту:

- інтегрованість із загальною системою управління підприємством;
- комплексний характер формування управлінських рішень;
- динамізм управління;
- багатоваріантність підходів до розробки окремих управлінських рішень.

Фінансовий менеджмент є підсистемою загальної системи управління, в свою чергу розглядається, як система фінансового управління фірмою.

Фінансовий менеджмент як система управління складається з двох підсистем:

- 1) керована підсистема (об'єкт управління);

2) керуюча підсистема (суб'єкт управління).

Об'єктом управління в фінансовому менеджменті є організація грошового обігу, постачання фінансовими коштами та інвестиційними цінностями, основними та оборотними засобами, організація фінансової роботи.

Суб'єктом управління в фінансовому менеджменті є загальний вид діяльності, який відображає відносини людей у фінансовій роботі.

Принципи організації фінансового менеджменту – це планування, прогнозування, регулювання, координація, стимулювання, контроль та аналіз.

З метою управління фінансами підприємств застосовується *фінансовий механізм*.

В умовах ринкової економіки фінансовий менеджер стає однією з ключових фігур на підприємстві. Він відповідає за постановку проблем фінансового характеру, аналіз доцільності вибору того чи іншого способу їх рішення, а іноді за прийняття кінцевого рішення вибору найбільш прийняттого варіанта дії, здійснює оперативну фінансову діяльність, контролює грошові потоки підприємства.

Прийняття рішень виконується в результаті аналізу альтернативних рішень, які враховують компроміс між вимогами ліквідності, фінансової стійкості і рентабельності підприємства.

3

Головною метою фінансового менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та перспективному періоді, раціональне використання ресурсів для створення ринкової вартості, здатної покрити всі витрати, пов'язані з використанням ресурсів, і забезпечити прийнятний рівень доходів на умовах, адекватних ризику вкладників капіталу.

Ця мета отримує конкретний вираз в забезпеченні максимізації ринкової вартості підприємства, що реалізує кінцеві фінансові інтереси його власників. Основні завдання фінансового менеджменту наведені в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Основні завдання фінансового менеджменту

№ з/п	Завдання	Способи реалізації
1	Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів згідно з задачами розвитку підприємства в майбутньому періоді	Ця задача реалізується шляхом визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на наступний період, максимізації обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залученням позикових фінансових ресурсів, оптимізації структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.
2	Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямків діяльності підприємства	Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення необхідної пропорційності в їх використанні з метою виробничого і соціального розвитку підприємства, виплати необхідного рівня доходів на інвестований капітал власникам підприємства і т. ін. У процесі виробничого споживання сформованих фінансових ресурсів у розрізі основних напрямків діяльності підприємства повинні бути враховані стратегічна мета його розвитку та можливий рівень віддачі вкладених коштів.
3	Оптимізація грошового обігу	Ця задача вирішується шляхом ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його грошових коштів, забезпеченням синхронізації обсягів

		надходження і витрат грошових коштів за окремими періодами, підтримкою необхідної ліквідності його оборотних активів. Одним із результатів такої оптимізації є мінімізація середнього залишку вільних грошових активів, яка забезпечує зменшення витрат від їх неефективного використання та інфляції.
4	Забезпечення максимізації прибутку підприємства з найменшим рівнем фінансового ризику	Максимізація прибутку досягається за рахунок ефективного управління активами підприємства, залученням у господарський оборот залучених фінансових коштів, вибором найбільш ефективних напрямків операційної та фінансової діяльності. При цьому необхідно максимізувати чистий прибуток, який залишається в його розпорядженні, що потребує здійснення ефективної податкової, амортизаційної і дивідендної політики. Слід мати на увазі, що максимізація рівня прибутку підприємства досягається, як правило, при суттєвому зростанні рівня фінансових ризиків, тому максимізація прибутку повинна забезпечуватись в межах допустимого фінансового ризику, конкретний рівень якого встановлюється власниками або менеджерами підприємства з урахуванням їх фінансового менталітету
5	Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при очікуваному рівні прибутку	Якщо рівень прибутку підприємства заданий або спланований, важливим завданням є зниження рівня фінансового ризику, який забезпечує отримання цього прибутку. Така мінімізація може бути забезпечена шляхом диверсифікації видів операційної і фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою мінімізацією окремих фінансових ризиків, ефективними формами їх внутрішнього і зовнішнього страхування.
6	Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку	Така рівновага характеризується високим рівнем фінансової стійкості і платоспроможності підприємства на всіх етапах його розвитку і забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу і активів, ефективними пропорціями в обсягах формування фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, достатнім рівнем самофінансування інвестиційних потреб.

Всі завдання фінансового менеджменту тісно взаємопов'язані між собою, хоча окремі з них і носять різноспрямований характер. Тому в процесі фінансового менеджменту окремі завдання повинні бути оптимізовані між собою для найбільш ефективної реалізації його головної мети.

Фінансовий стан підприємства є основою його добробуту, тому головною метою фінансового менеджменту має знаходження розумного компромісу між завданнями, які ставить перед собою підприємство, і фінансовими можливостями реалізації цих завдань для:

- підвищення обсягів продажів і прибутку;
- підтримки стійкості прибутковості підприємства;
- збільшення доходів власників (акціонерів);
- підвищення курсової вартості акцій підприємства та ін.

Функції та методи фінансового менеджменту можна розділити на два блоки:

I. Управління зовнішніми фінансами.

II. Внутрішньовиробничий облік і контроль.

Рішення з фінансових питань приймають у процесі інвестування в активи підприємства і при виборі джерел фінансування інвестиційних проектів.

Інвестиційні рішення (довгострокові і короткострокові) приймають для:

- раціоналізації структури активів, визначення необхідності їх зміни та ліквідації;

- розробка та оцінки інвестиційних проектів;
- визначення потреби у фінансових ресурсах;
- управління «портфелем» цінних паперів.

Вибір джерел фінансування інвестиційних проектів здійснюється за допомогою:

- розробки і реалізації політики раціонального поєднання власних і позикових коштів для забезпечення ефективного функціонування підприємства;
- розробки і реалізації політики залучення капіталу на вигідних умовах;
- дивідендної політики;
- оцінки угод злиття і поглинання підприємств.

У коло конкретних питань, які повинні вирішуватися в фінансовому менеджменті, відносяться:

- 1) розробка фінансової стратегії підприємства;
- 2) створення організаційних структур, що забезпечують прийняття і реалізацію управлінських рішень по всіх аспектах фінансової діяльності підприємства;
- 3) формування ефективних інформаційних систем, що забезпечують обґрунтування альтернативних варіантів управлінських рішень;
- 4) здійснення аналізу різних аспектів фінансової діяльності підприємства;
- 5) здійснення планування фінансової діяльності підприємства за основними її напрямками;
- 6) розробка дієвої системи стимулювання реалізації прийнятих управлінських рішень в області фінансової діяльності;
- 7) здійснення ефективного контролю за реалізацією прийнятих управлінських рішень.

Фінансовий менеджмент включає:

1. Управління активами:

- а) управління оборотними активами;
- б) управління необоротними активами.

2. Управління капіталом:

- а) формування фінансової структури капіталу;
- б) управління формуванням власних фінансових ресурсів;
- в) управління залученням позикових фінансових ресурсів.

3. Управління інвестиціями.

4. Управління грошовими потоками.

5. Управління фінансовими ризиками та запобігання банкрутству.

4

Під *фінансовою стратегією* підприємства слід розуміти формування системи довгострокових цілей фінансової діяльності й вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Фінансова стратегія є частиною загальної стратегії підприємства.

Основна мета загальної стратегії – забезпечення високих темпів економічного розвитку та підвищення конкурентної позиції підприємства.

Фінансову стратегію розробляють на основі орієнтирів довгострокового розвитку підприємства і, відповідно до основних аспектів його фінансової діяльності, формують фінансову політику.

Фінансова політика – це конкретні прийоми та заходи для досягнення обраної цілі у відповідних умовах.

Головне завдання фінансового менеджменту – обрати найоптимальніше рішення із застосуванням необхідних засобів для конкретної господарської ситуації.

До основних етапів процесу формування фінансової стратегії та політики підприємства відносять:

- 1) визначення загального періоду формування фінансової стратегії;

- 2) дослідження факторів зовнішнього фінансового середовища та кон'юнктури фінансового ринку;
- 3) формування стратегічних цілей фінансової діяльності;
- 4) конкретизація цільових показників фінансової стратегії за періодами її реалізації;
- 5) розробка фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності;
- 6) розробка системи організаційно-економічних заходів щодо забезпечення реалізації фінансової стратегії;
- 7) оцінка ефективності розробленої фінансової стратегії.

Розробка фінансової стратегії та фінансової політики за найбільш важливими аспектами фінансової діяльності дозволяє приймати ефективні управлінські рішення, пов'язані з фінансовим розвитком підприємства.

ТЕМА 2 СИСТЕМА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

- 1. Організаційне забезпечення фінансового менеджменту.**
- 2. Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту.**

1

Фінансовий менеджмент є невід'ємною складовою частиною загальної системи управління підприємством. Тому його організаційне забезпечення має бути інтегроване з загальною структурою управління підприємством.

Загальні принципи формування організаційної системи управління підприємством передбачають створення двох центрів управління за ієрархічною і функціональною ознаками.

Ієрархічна будова центрів управління підприємством передбачає виділення різних рівнів управління.

На даний час найбільш поширеними є двох або три рівневі системи управління, де перший рівень представлений апаратом управління підприємством в цілому, а наступні – управлінськими службами його окремих структурних одиниць та підрозділів.

Функціональна будова центрів управління підприємством ґрунтується на диференціації за функціями управління або видами діяльності.

При функціональній будові центрів управління підприємством обидва ці підходи можуть бути використані окремо або в комплексі. Але досвід показує, що найбільша ефективність організаційної системи фінансового менеджменту досягається за умови використання функціональної будови центрів управління.

Існує два основних підходи до функціонального розмежування центрів управління:

- 1) принцип незалежної діяльності функціональних центрів управління;**
- 2) принцип взаємопов'язаної діяльності функціональних центрів управління.**

Сучасний досвід організаційного забезпечення фінансового менеджменту в компаніях США і Західної Європи показує, що в структурі комплексу спеціалізованих фінансових служб обов'язково є бухгалтерія. У цих країнах традиційно статус фінансового директора вище статусу головного бухгалтера, який підпорядковується фінансовому директору, а не генеральному.

В нашій країні ситуація протилежна – як правило, головний бухгалтер має вищий статус (а відповідно і пріоритетне право підпису у фінансових документах) ніж фінансовий директор.

Поряд з традиційною інтеграцією системи фінансового управління з загальною системою управління підприємством в рамках єдиної інтегрованої організаційної структури в останні роки на практиці використовуються й інші, більш прогресивні форми такої інтеграції. Одною з таких форм є концепція управління окремими напрямками фінансової діяльності підприємства на основі «центрів відповідальності». Ця концепція, розроблена американським економістом Дж. Хігінсом, отримала широке практичне використання в управлінні

формуванням власних фінансових ресурсів, грошовими потоками, інвестиціями і деякими іншими аспектами фінансової діяльності підприємства.

Центр відповідальності являє собою структурний підрозділ підприємства, який повністю контролює ті чи інші напрямки фінансової діяльності, а його керівник самостійно приймає управлінські рішення і в рамках цих напрямків несе повну відповідальність за досягнення планових (або нормативних) показників, що характеризують стан фінансової діяльності цього підрозділу. Розбіжності у функціональному спрямуванні діяльності таких структурних підрозділів, їх місця в організаційній структурі фінансового управління дозволяє виділити чотири типи центрів відповідальності на підприємстві: центр витрат, центр доходу, центр прибутку і центр інвестицій.

2

При розгляді цього питання слід мати на увазі, що ефективність кожної управлінської системи значною мірою залежить від інформаційного забезпечення.

Мета фінансового менеджменту – забезпечити ефективну, стабільну діяльність підприємства через управління його фондovими потоками.

Основою прийняття адекватних, своєчасних і ефективних рішень про роботу компанії є інформація, яку отримують з зовнішнього і внутрішнього середовища фірми.

Джерелами отримання інформації об'єктивного та суб'єктивного характеру є дані управлінського фінансового обліку, які виконують відповідні служби самого підприємства, і результати оглядів і аналізу діяльності компанії та її оточення, здійснюваних зовнішніми користувачами інформації.

Перелік показників управлінського обліку, методи розрахунку і форми подання визначає безпосередньо керівництво компанії для внутрішнього користування, вони є комерційною таємницею фірми. Дані фінансового обліку засновані на управлінському обліку наведені у фінансовій звітності підприємства, яку визначає чинне законодавство.

Система інформаційного забезпечення (інформаційна система) фінансового менеджменту являє собою неперервний і цілеспрямований відбір відповідних інформаційних показників, які необхідні для здійснення аналізу, планування і підготовки ефективних управлінських рішень по всіх напрямках фінансової діяльності підприємства. Інформаційна система фінансового менеджменту призначена забезпечувати необхідною інформацією не тільки управлінський персонал та власників самого підприємства, але й задовольняти інтереси широкого кола зовнішніх її користувачів.

Основними користувачами фінансової інформації є внутрішні та зовнішні користувачі (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Основні користувачі фінансової інформації

Внутрішні користувачі фінансової інформації	
Керуючі (директори) підприємства	
Фінансові менеджери всіх рівнів	
Власники (акціонери) підприємства	
Інші	
Зовнішні користувачі фінансової інформації	
Кредитори підприємства	
Потенційні інвестори	
Контрагенти підприємства з операційної діяльності	
Податкові органи	
Аудиторські фірми	
Фінансові консультанти та експерти, які залучаються зі сторони	
Фондова біржа в разі котирування на ній цінних паперів, емітованих підприємством	
Інші	

Використання поданих в табл. 2.2 та 2.3 показників, що походять із зовнішніх та внутрішніх джерел дозволяє створити на підприємстві цілеспрямовану систему інформаційного забезпечення фінансового менеджменту, орієнтовану як на прийняття стратегічних фінансових рішень, так і на ефективне поточне управління фінансами підприємства.

Таблиця 2.2

**Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту,
що формується із зовнішніх джерел**

Показники, що формуються із зовнішніх джерел
<i>Показники, що характеризують загальноекономічний розвиток країни</i>
1) показники макроекономічного розвитку
2) показники галузевого розвитку
<i>Показники, що характеризують кон'юнктуру фінансового ринку</i>
1) показники кон'юнктури ринку фінансових інструментів
2) показники кон'юнктури ринку грошових інструментів
<i>Показники, що характеризують діяльність контрагентів та конкурентів</i>
1) банків
2) страхових компаній
3) постачальників продукції
4) покупців продукції
5) конкурентів
<i>Нормативно-регулюючі показники</i>
1) з різних напрямів фінансової діяльності підприємства
2) з функціонування окремих сегментів фінансового ринку

Таблиця 2.3

**Система показників інформаційного забезпечення фінансового менеджменту,
що формується із внутрішніх джерел**

Показники, що формуються із внутрішніх джерел
<i>Показники, що характеризують фінансовий стан та результати фінансової діяльності підприємства в цілому</i>
1) показники, що характеризують склад активів та структуру капіталу
2) показники, що характеризують основні фінансові результати
3) показники, що характеризують рух грошових активів та інших
<i>Показники, що характеризують фінансові результати діяльності окремих структурних підрозділів підприємства</i>
1) за основними сферами фінансової діяльності
2) у регіональному розрізі
3) за центрами відповідальності
4) за видами кінцевої продукції
<i>Нормативно-планові показники, пов'язані з фінансовим розвитком підприємства</i>
1) система внутрішніх нормативів, що регулюють фінансовий розвиток підприємства
2) система планових показників фінансового розвитку підприємства

ТЕМА 3 УПРАВЛІННЯ ГРОШОВИМИ ПОТОКАМИ

1. Інформаційно-методологічне забезпечення управління грошовими потоками.
2. Прогнозування та планування грошових потоків підприємства як основа моделі управління грошовими потоками.
3. Оцінка ефективності моделі управління грошовими потоками.

1

Фінансовий менеджмент як функціонально-організаційна модель управління фінансами суб'єкта господарювання включає в себе такі напрямки, як: операційна та інвестиційна діяльність, фінансова діяльність щодо покриття потреби підприємства в капіталі, фінансовий контролінг ефективності та адекватності всіх трьох складових елементів моделі.

Грошові потоки є матеріальною основою фінансового менеджменту, і, відповідно, ефективність та реалістичність моделі управління фінансами суб'єкта господарювання безпосередньо залежить від адекватності моделі управління грошовими потоками підприємства (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Сутнісні характеристики грошового потоку підприємства як об'єкта управління

Об'єкт фінансового управління	Процес, пов'язаний з функціонуванням грошей	Процес, пов'язаний з особливостями формування, розподілу та використання капіталу	Процес, що відображає використання підприємством різних форм кредиту	Процес, що характеризує оборот та трансформацію окремих видів активів підприємства
Грошовий потік підприємства				
Процес, що відображає форми та обсяги функціонування підприємства на товарному та фінансовому ринках	Процес, що забезпечує генерування економічного ефекту	Процес, що здійснюється з врахуванням фактору часу	Процес, що здійснюється з врахуванням фактору ризику	Процес, що здійснюється з врахуванням фактору ліквідності

Сучасна теорія розглядає грошовий потік як стійку сукупність розподілених у часі фактів надходження або вибуття грошових коштів та їх еквівалентів, що генеруються суб'єктом господарювання в результаті здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, таким чином, грошовий потік можна представити як сукупність послідовних подій, які пов'язані із відособленим та логічно завершеним фактом зміни власника грошових коштів з приводу виконання договірних зобов'язань між суб'єктами господарювання, іншими економічними агентами.

З іншого боку, грошові потоки, генеровані суб'єктом господарювання протягом певного періоду, що аналізується, формують також грошовий потік, який називають *сукупним грошовим потоком підприємства*.

Основною формою структурування грошових потоків є виділення вхідних та вихідних грошових потоків. При цьому ключовою кількісною характеристикою грошового потоку як об'єкта фінансового менеджменту є оцінка його абсолютної величини з метою інформаційного та методологічного забезпечення фінансового аналізу та управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Фінансове забезпечення покриття потреби підприємства у капіталі, а також дотримання своєчасності виконання поточних зобов'язань суб'єкта господарювання залежить від його можливості та спроможності формувати у визначений момент часу необхідний фонд грошових коштів із заданою абсолютною величиною, кількісним вираженням такої характеристики підприємства є рівень його ліквідності та платоспроможності.

Основним критерієм, відповідно до якого здійснюється структурування грошових потоків суб'єкта господарювання, є джерело формування таких грошових потоків, в основу даного критерію покладений принцип ідентифікації сукупності господарських операцій відповідно до їх функціонально-організаційного навантаження (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Класифікація грошових потоків підприємства

<i>За масштабом обслуговування господарського процесу</i>
- грошовий потік по підприємству в цілому
- грошовий потік за окремими видами господарської діяльності підприємства
- грошовий потік за окремими структурними підрозділами підприємства
- грошовий потік за окремими господарськими операціями
<i>За видами господарської діяльності</i>
- грошовий потік за операційною діяльністю
- грошовий потік за інвестиційною діяльністю
- грошовий потік за фінансовою діяльністю
<i>За напрямом руху грошових коштів</i>
- додатний грошовий потік
- від'ємний грошовий потік
<i>За методом обчислення обсягу</i>
- валовий грошовий потік
- чистий грошовий потік
<i>За рівнем достатності обсягу</i>
- надлишковий грошовий потік
- дефіцитний грошовий потік
- оптимальний грошовий потік
<i>За методом оцінки в часі</i>
- теперішній грошовий потік
- майбутній грошовий потік
<i>За неперервністю формування у звітному періоду</i>
- регулярний грошовий потік
- дискретний грошовий потік
<i>За стабільністю часових проміжків формування</i>
- регулярний грошовий потік з рівномірними часовими проміжками
- регулярний грошовий потік з нерівномірними часовими проміжками

Грошовий потік від операційної діяльності суб'єкта господарювання має розглядатися як основне джерело фінансового забезпечення його господарської діяльності у наступні періоди, тому, однією із ключових характеристик ефективно функціонуючого підприємства є наявність протягом тривалого періоду часу позитивного операційного грошового потоку із відносно стабільною абсолютною величиною, при цьому високий рівень абсолютної величини операційного Cash Flow має розглядатися як позитивне явище.

Інвестиційна діяльність суб'єкта господарювання не є основним джерелом формування його фінансових ресурсів і, відповідно, розглядається як обслуговуюча по відношенню до передбаченої статутними документами діяльності, тому абсолютна величина інвестиційного грошового потоку, як правило, незначна. У випадку ж реалізації підприємством певного проекту формується значний негативний інвестиційний Cash Flow.

Грошовий потік від фінансової діяльності суб'єкта господарювання має розглядатися як корегуючий механізм формування фінансового забезпечення потреби підприємства в капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності, при цьому, у якості сигналу щодо формування передумов потенційної фінансової кризи на підприємстві можна розглядати наявність значного за абсолютною величиною позитивного фінансового Cash Flow протягом відносно тривалого періоду часу – загроза втрати платоспроможності суб'єкта господарювання.

Важливим показником структурування грошових потоків суб'єкта господарювання є **чистий сукупний грошовий потік** (Cash Flow) суб'єкта господарювання, що представляє собою зміну абсолютної величини грошових коштів, які знаходяться у розпорядженні підприємства, за певний період часу, така зміна грошової позиції суб'єкта господарювання еквівалентна арифметичній сумі грошових потоків від його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, кількісна оцінка абсолютної величини яких і є основою для розрахунку чистого сукупного грошового потоку підприємства.

2

Прогнозування та планування є ключовим елементом фінансового менеджменту, забезпечуючи адекватність моделі управління фінансами суб'єкта господарювання потребам мінливого ринкового середовища та її ефективність.

Таке твердження абсолютно справедливе і для моделі управління грошовими потоками підприємства. Даний напрямок фінансового менеджменту включає такі проблемні питання, зокрема:

- 1) визначення та обґрунтування основних цілей та завдань планування та прогнозування грошових потоків суб'єкта господарювання;
- 2) визначення критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень щодо прогнозування та планування грошових потоків, які генеруються суб'єктом господарювання у рамках здійснення його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності;
- 3) аналіз основних складових елементів моделі планування та прогнозування руху грошових коштів у результаті здійснення господарських операцій суб'єктом господарювання;
- 4) визначення поняття та особливостей використання бюджетування для планування та прогнозування грошових потоків;
- 5) дослідження процедури формування та аналіз основної фінансової інформації Звіту про рух грошових коштів (Cash Flow Statement), у тому числі – аналіз первинної фінансової інформації формування Звіту та зміст основних його статей.

Загалом, адекватна ідентифікація та обґрунтування цілей і завдань планування та прогнозування грошових потоків є вихідним етапом формування самої моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Досягнення визначених індивідуальними потребами підприємства цілей управління грошовими потоками забезпечується їх конкретизацією та визначенням проміжних (поточних) завдань, дотримання яких має забезпечити адекватність та ефективність моделі управління грошовими потоками до функціонально-організаційних особливостей прогнозування та планування грошових потоків.

Загалом, модель управління грошовими потоками суб'єкта господарювання у частині їх прогнозування та планування передбачає використання ряду методів, які забезпечують методологічну основу такої моделі управління.

У сучасній фінансовій літературі до основних методів прогнозування та планування грошових потоків підприємства належать такі:

- 1) **нормативний метод;**
- 2) **розрахунково-аналітичний метод;**
- 3) **метод оптимізації фінансових рішень;**
- 4) **фінансово-математичне моделювання.**

Організація бюджетування грошових потоків є органічною складовою та ключовим етапом моделі управління грошовими потоками та спрямований на вирішення таких завдань:

1) визначення у розрізі простору та часу потреби підприємства в капіталі для фінансування господарських операцій у рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності у плановому періоді – прогнозного значення абсолютної величини сукупного та часткових вихідних грошових потоків;

2) визначення у розрізі простору та часу джерел покриття потреби підприємства в капіталі та їх обсягів – прогнозного значення абсолютної величини сукупного та часткових вихідних грошових потоків.

Базова модель планування узгодження грошових потоків суб'єкта господарювання подана в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Базова модель узгодження грошових потоків суб'єкта господарювання

Основні етапи моделі:
1. Визначення зміни залишків грошових коштів та їх еквівалентів
2. Визначення грошового потоку від операційної діяльності (Operating Cash Flow)
3. Визначення грошового потоку від інвестиційної діяльності (Investing Cash Flow)
4. Визначення грошового потоку від фінансової діяльності (Financing Cash Flow)
5. Складання звіту про рух грошових коштів (Cash Flow Statement)

Для потреб прогнозування та планування грошових потоків використовується Звіт про рух грошових коштів. Однак інформація, подана у звіті про рух грошових коштів, являє собою інформацію виключно ретроспективного характеру, що дозволяє однозначно ідентифікувати фінансове положення суб'єкта господарювання виключно на дату складання звіту про рух грошових коштів. Крім того, будь-які висновки або ж узагальнення мають носити виключно ймовірнісний характер, оскільки минулі події не обов'язково відбудуться в майбутньому.

3

Оцінка ефективності моделі управління грошовими потоками передбачає дотримання певного рівня узагальнених критеріїв, до яких, зокрема, належать такі:

- стабільність грошових потоків суб'єкта господарювання, перш за все, операційного грошового потоку;
- формування чіткої та стабільної тенденції протягом тривалого періоду часу зростання абсолютної величини Free Cash Flow;
- узгодженість та значний рівень кореляції між формуванням інвестиційного Cash Flow та фінансового Cash Flow;
- підтримання за рахунок формування достатньої абсолютної величини операційного Cash Flow прийняттого рівня коефіцієнта забезпечення боргу (debt cover ratio) як одного із показників кредитоспроможності підприємства;
- обґрунтованість цільових фінансових показників, що визначаються у фінансовому плані та інші.

Важливою складовою моделі управління грошовими потоками є форми виконання тих чи інших управлінських фінансових рішень щодо грошових потоків суб'єкта господарювання, що генеруються в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Під такими формами необхідно розуміти методи, що характеризуються спільними особливостями реалізації:

- управління грошовими розрахунками суб'єкта господарювання;
- управління дебіторською заборгованістю підприємства;
- управління кредиторською заборгованістю суб'єкта господарювання.

Суттєвим фактором моделі грошових розрахунків є рівень її впливу на формування абсолютної величини та напрямку грошових потоків, а, отже, необхідність узгодження

основних параметрів грошових розрахунків їх потребами моделі управління грошовими потоками суб'єкта господарювання.

Послідовність етапів управління грошовими потоками підприємства наведена в табл. 3.4, вплив грошових розрахунків на формування грошових потоків – в табл. 3.5.

Таблиця 3.4

Послідовність етапів управління грошовими потоками підприємства

<i>Основні етапи управління грошовими потоками підприємства</i>
1. Облік руху грошових коштів та ідентифікація грошових потоків підприємства
2. Аналіз вхідного та вихідного грошових потоків у попередньому періоді
3. Обґрунтування типу політики управління грошовими потоками підприємства
4. Оптимізація грошових потоків підприємства
5. Планування грошових потоків підприємства за видами господарської діяльності та їх регулювання
6. Контролінг грошових потоків

Таблиця 3.5

Базова модель впливу грошових розрахунків на формування грошових потоків суб'єкта господарювання

Початковий резерв ліквідності	ГРОШОВІ РОЗРАХУНКИ	Витрачання: - оплата рахунків контрагентів та постачальників; - фінансування інвестицій; - погашення заборгованості; - виплата грошових дивідендів
Надходження: - виручка від реалізації товарної продукції; - надходження від інвестиційної діяльності; - мобілізація фінансових ресурсів у результаті фінансової діяльності		Кінцевий резерв ліквідності

Оптимізація грошових розрахунків як напрямок управління грошовими потоками суб'єкта господарювання тісно переплітається із формуванням, обігом та погашенням дебіторської та кредиторської заборгованості.

Модель управління дебіторською заборгованістю включає такі елементи:

1) статичний аналіз фінансової інформації щодо дебіторської заборгованості суб'єкта господарювання;

2) динамічний (трендовий) аналіз та оцінка тенденцій розвитку ситуації із погашенням контрагентами дебіторської заборгованості;

3) обґрунтування оптимального терміну надання відстрочки оплати рахунків покупцями;

4) рефінансування дебіторської заборгованості підприємства;

5) контроль простроченої дебіторської заборгованості та попередження формування безнадійної заборгованості тощо.

Модель управління кредиторською заборгованістю включає такі елементи:

1) статичний та динамічний аналіз формування та погашення кредиторської заборгованості суб'єкта господарювання та її впливу на величину його грошових потоків;

2) обґрунтування доцільності отримання відстрочки оплати рахунків постачальників, а також оптимального терміну такої відстрочки;

3) попередження формування простроченої кредиторської заборгованості та забезпечення, за необхідності, пролонгація кредиторської заборгованості тощо.

ТЕМА 4 ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ ГРОШЕЙ В ЧАСІ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ У ФІНАНСОВИХ РОЗРАХУНКАХ

1. Необхідність та сутність визначення вартості грошей у часі.
2. Основні фактори, які формують цінність грошей в часі.
3. Поняття майбутньої вартостей грошей.
4. Поняття теперішньої вартостей грошей.

1

Фінансовий менеджмент потребує постійного здійснення розрахунків, пов'язаних з надходженням грошових коштів у різні періоди часу. Ключову роль у цих розрахунках відіграє оцінка вартості грошей у часі.

Відповідно до концепції вартості грошей у часі однакова сума грошей у різні періоди часу має неоднакову вартість: ця вартість сьогодні завжди є вищою, ніж в будь-якому майбутньому періоді.

Зміну часової вартості грошей можна пояснити наступним чином. Грошова одиниця в попередньому році була такою ж, як і в поточному. Але наслідки інфляції чітко ілюструють, що купівельна спроможність грошей змінюється з плином часу.

Розглядаючи реальну вартість грошей, підприємці повинні брати до уваги не тільки руйнівні дії інфляції, а також і здатність інвестування, адже мета фінансового менеджменту – це можливість з грошей робити додаткові гроші. Багато підприємств мають декілька варіантів вкладення грошей, їх мета на цей час – обрати з цих варіантів найбільш прибутковий.

Основними причинами втрати вартості грошей є інфляція, наявність ризику і віддання підприємцями переваги наявним грошам. Усі суб'єкти господарювання віддають перевагу наявним грошам, ніж очікуваним у майбутньому, тобто «симпатизують» високій ліквідності.

Втіленням ліквідності і є наявні гроші. Якщо підприємець інвестує ці гроші, сподіваючись доходів у майбутньому, тобто міняє гарантовані «живі» гроші на ризикованіші доходи у майбутньому, то цей «обмін» можливий за умови, що майбутні доходи повинні бути достатньо високі. Це необхідно, щоб виправдати ризик, на який погоджується інвестор, оскільки він сподівається на високу винагороду як компенсацію за втрату ліквідності.

Перехід до ринкової економіки супроводжується появою нових для підприємств України видів діяльності. Відкрито нові можливості використання капіталу: участь у різноманітних ризикових проектах, придбання цінних паперів, нерухомості; вкладання грошей на депозитні рахунки комерційних банків.

Розміщуючи капітал в один з обраних проектів, фінансовий менеджер планує не тільки з часом повернути вкладені гроші, а й отримати бажаний економічний ефект.

Таким чином, гроші набувають такої об'єктивно існуючої характеристики, як часова вартість.

2

Отже, головними причинами зміни вартості грошей в часі виступають:

- інфляція;
- ризик;
- схильність до ліквідності.

Інфляція – це процес, який характеризується підвищенням загального рівня цін в економіці певної країни та зниженням купівельної спроможності грошей.

Інфляція проявляється у переповненні сфери обігу товарів грошима внаслідок їх надмірного випуску або в скороченні товарної маси в обігу при незмінній кількості випущених грошей.

Головними чинниками інфляційних процесів є незумовлена зростанням товарної маси в обігу емісія грошей, порушення пропорційності виробництва та обігу, а також помилки в політиці ціноутворення.

Ризик – це нестабільність, непевність у майбутньому.

Через непевність у майбутньому ризик з часом зростає, люди хочуть уникнути ризику, тож вище цінують ті гроші, що є сьогодні, ніж ті, що будуть у майбутньому.

Схильність до ліквідності – це перевага, віддана наявним грошам перед іншими цінностями та ризикованими вкладеннями.

Коли люди вкладають свої гроші, сподіваючись на майбутні надходження, вони очікують високої винагороди як компенсації за втрату ліквідності, що й впливає на цінність грошей у часі.

3

Концепція оцінки грошей в часі ґрунтується на тому, що вартість грошей з часом змінюється з врахуванням норм прибутку на ринку грошей.

Нормою прибутку найчастіше виступає позичковий процент, тобто сума доходу від використання грошей на ринку капіталів.

В процесі порівняння вартості коштів застосовуються два поняття:

- 1) майбутня вартість;
- 2) теперішня вартість коштів.

Майбутня вартість – це сума інвестованих тепер коштів, в яку вони мають перетворитися через певний проміжок часу з врахуванням певної ставки процента (4.1):

$$FV = PV + I, \quad (4.1)$$

де FV – майбутня вартість вкладених коштів у проект; PV – теперішня вартість вкладених коштів, без нарахування відсотків; I – грошове вираження відсотка, сума процентних коштів, нарахованих за весь період інвестування.

Під **ставкою процента** розуміють вимір часової вартості грошей, суму процента на інвестиції, яку можна отримати за певний період (4.2):

$$I = p \cdot i \cdot n, \quad (4.2)$$

де I – грошовий вираз процента, сума процентних грошей, які нараховано за період інвестування; p – первинна вартість вкладу; i – процентна ставка; n – кількість періодів платежів.

Якщо інвестування здійснюється у короткому проміжку часу, то користуються *простим процентом* – сумою, яку нараховано на первинну вартість вкладу в кінці одного періоду.

Якщо інвестування здійснюється протягом тривалого проміжку часу, то використовують *складний процент* – суму доходу, яка утворюється в результаті інвестування за умови, що сума нарахованого процента не виплачується після кожного періоду, а приєднується до суми основного вкладу й у подальшому платіжному періоді приносить дохід (4.3):

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

де PV – початкова інвестована сума; r – ставка відсотку або ставка дохідності; n – кількість періодів, за якими нараховуються проценти; $(1+r)^n$ – множник нарощування (компаундування).

Процес переходу від теперішньої вартості до майбутньої називається *компаундуванням*.

Компаундування (нарахування) – операція, що дає змогу визначити величину остаточної майбутньої вартості за допомогою складних процентів.

Процес дисконтування є операцією, протилежною до компаундування (нарощування складних процентів) за обумовленого кінцевого розміру коштів.

Дисконтування – процес визначення теперішньої вартості потоку готівки шляхом коригування майбутніх грошових надходжень за допомогою коефіцієнта дисконтування.

4

Теперішня вартість – це сума майбутніх грошових надходжень, наведених з урахуванням певної ставки процента до теперішнього періоду (4.4):

$$PV = FV / (1+r)^n, \quad (4.4)$$

де $1/(1+r)^n$ – фактор процента теперішньої вартості або коефіцієнт дисконтування.

Аналогічно в дисконтуванні може застосовуватися простий і складний проценти, але на практиці використовують тільки складний.

Ануїтет – рівні платежі або надходження грошових коштів через однакові періоди часу за однакової ставки процента.

Для формування ефективних стратегічних і тактичних програм підприємству необхідно постійно проводити діагностику запропонованих проектів і спрямовувати її насамперед на перспективу (хоча результати ретроспективної діагностики стану інвестиційної діяльності об'єкта теж беруться до уваги).

Якість діагностичного аналізу залежить від обраних критеріїв оцінки прийняття інвестиційних рішень, тобто наскільки вагомим є комплекс факторів, що використовується під час досліджень, і наскільки правильно враховується їх можливий вплив на прийняття конкретного інвестиційного рішення.

Сукупність кількісних критеріїв, що використовуються для оцінки ефективності інвестицій можна поділити на дві групи: динамічні (які враховують фактор часу) та статичні (облікові).

До статистичних критеріїв оцінки інвестиційних проектів відносяться:

- 1) період окупності;
- 2) облікова норма дохідності.

До динамічних критеріїв оцінки інвестиційних проектів відносяться:

- 1) чиста дисконтована вартість
- 2) внутрішня норма дохідності
- 3) індекс прибутковості

Динамічні показники також називають дисконтними, тому що вони базуються на визначенні теперішньої вартості (дисконтуванні) грошових потоків, що створюють інвестовані кошти.

ТЕМА 5 УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ ПІДПРИЄМСТВА

1. Інформаційно-методологічне забезпечення управління прибутком підприємства.
2. Управління витратами підприємства.
3. Роль левериджу в управлінні прибутком підприємства.
4. Фінансування підприємства за рахунок прибутку.

Функціонально-організаційна модель управління фінансами суб'єкта господарювання – **фінансовий менеджмент** – спрямована на забезпечення стабільності його фінансово-господарської діяльності та підтримання конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах.

Функціонально-організаційна структура базової моделі управління прибутком суб'єкта господарювання включає:

- 1) податкове планування;
- 2) управління витратами;
- 3) управління доходами (цінова політика);
- 4) планування та прогнозування прибутку.

Це можливо досягти, перш за все, за рахунок забезпечення прийняттого та стабільного рівня самофінансування потреби підприємства у капіталі для фінансування операційної та інвестиційної діяльності. Зважаючи на те, що *основним джерелом самофінансування підприємств є прибуток*, важливим напрямком фінансового менеджменту залишається *управління прибутком*.

У свою чергу, *ефективність та результативність моделі управління прибутку суб'єкта господарювання залежить від рівня адекватності інформаційно-методологічного забезпечення такої моделі*, під яким необхідно розуміти сукупність інформаційних каналів отримання, первинного зведення, увільнення та обробки фінансової інформації з метою покриття потреб планування та контролінгу процесу формування, розподілу та споживання прибутку суб'єкта господарювання як інтегрального показника ефективності його підприємницької діяльності.

Визначаючи поняття управління прибутком, необхідно чітко усвідомлювати, що прибуток не є безпосереднім об'єктом управління, оскільки його абсолютна величина є результуючим показником і безпосередньо залежить від зміни абсолютних величини інших фінансових показників господарської діяльності суб'єкта господарювання – *доходів та витрат суб'єкта*.

Хоча перед кожним із визначених блоків стоять власні завдання, їх реалізація спрямована на досягнення загальних спільних цілей, що стоять перед моделлю управління прибутком суб'єкта господарювання, зокрема:

- 1) максимізація добробуту власників;
- 2) максимізація ринкової вартості підприємства;
- 3) підтримання конкурентоспроможності у довгостроковому періоді;
- 4) забезпечення ліквідності підприємства та його платоспроможності;
- 5) підтримання прийняттого рівня самофінансування підприємства;
- 6) підтримання інвестиційної привабливості підприємства та інші цілі.

Управління прибутком підприємства розподіляється на дві важливі підсистеми:

1) управління формуванням прибутку:

- аналіз складу та структури прибутку підприємства;
- аналіз тенденції зміни обсягу та структури прибутку;
- розрахунок прибутку на основі факторного аналізу;
- прогнозування та отримання прибутку і визначення резервів його зростання;
- здійснення оперативного контролю за формуванням прибутку;

2) управління розподілом прибутку:

- збільшення розміру отриманого прибутку в цілому і за окремими видами діяльності;
- зниження витрат прибутку в процесі його формування;
- збільшення розміру прибутку, отримання якого пов'язане з основною діяльністю;
- стабільне отримання прибутку;
- прискорення отримання прибутку в часі.

Слід зазначити, що використання тих чи інших форм управління визначається специфікою господарської діяльності підприємства та його фінансовою стратегією, відповідно,

модель управління прибутком для різних підприємств однозначно буде відрізнятися, що дозволяє говорити про існування різних стратегій управління.

Однак усю сукупність таких моделей можна згрупувати та виділити таку їх типологію:

- *агресивна (наступальна) стратегія* – забезпечення максимізації рівня реалізації через стимулювання збуту з метою збільшення прибутку суб'єкта;

- *захисна стратегія* – забезпечення контролю витрат з метою збільшення прибутку суб'єкта господарювання як різниці між абсолютною величиною доходів та затрат, стратегія є ефективною у довгостроковій перспективі;

- *диверсифікована стратегія* – поєднує у собі виважений компроміс між агресивною та захисною стратегіями, що дозволяє взаємоузгодити переваги та недоліки обох варіантів стратегій управління прибутком суб'єкта господарювання.

Законодавчу базу моделі управління прибутком підприємств можна умовно розподілити на дві частини – група специфічних та група загальних законодавчих актів. Головним елементом законодавчого поля, своєрідною конституцією управління прибутком суб'єктів господарювання в Україні незалежно від їх фінансово-правової організації є Податковий кодекс України.

Під групою загальних законодавчих актів як складової законодавчої бази управління прибутком підприємств слід розуміти сукупність кодексів та законів України, які регулюють фінансово-господарську діяльність суб'єктів підприємницької діяльності, визначаючи особливості організації фінансів підприємства відповідно до потреб моделі управління прибутком.

Для ефективної реалізації моделі управління прибутком суб'єкта господарювання підприємство має право приймати внутрішньогосподарські нормативні документи, спрямовані на вирішення таких питань:

- 1) конкретизація положень законодавчих та підзаконних актів, а також визначення порядку їх виконання на підприємстві;
- 2) урегулювання питань, які віднесено до компетенції підприємства;
- 3) визначення питань, які не врегульовані законодавчими та підзаконними актами тощо.

2

Підприємства діють на ринку в умовах жорсткої конкуренції. Ті, які програють у цій боротьбі, стають банкрутами. Щоб зберегти конкурентоспроможність, підприємства повинні постійно вивчати ринкове середовище і вишукувати методи протидії негативним впливам для збереження своєї конкурентоспроможності.

Важливим інструментом дослідження ринку та збереження конкурентоспроможності підприємств є аналіз комерційної діяльності підприємства, зокрема аналіз його фінансового стану.

Порядок і інструментарій аналізу, який проводять з метою прийняття фінансових рішень, обумовлює логіка функціонування фінансового механізму підприємства.

Простим, але досить ефективним методом фінансового аналізу є операційний аналіз, що отримав назву «витрати – обсяг (реалізації) – прибуток» (cost – volume – profit (CVP)).

Операційний аналіз – елемент управління витратами підприємства, за допомогою якого визначають вплив структури витрат і виручки на рентабельність продукції підприємства або його підрозділів.

Перевагою операційного аналізу є можливість просто і ефективно моделювати вплив на прибуток таких факторів, як обсяг та структура виробництва і реалізації продукції; склад і розмір витрат (змінних і постійних); ціни на продукцію і таке інше.

За допомогою аналізу CVP можна відповісти на різні важливі питання, що стоять перед підприємцями на всіх етапах грошового обороту, наприклад, як позначиться на прибутку ефект зміни обсягу реалізації; що дешевше: купити або орендувати нерухомість; яким повинен бути мінімальний обсяг беззбиткового випуску продукту при певній ціні; до якої міри можна нарощувати силу операційного важеля, маневруючи перемінними і постійними витратами і

змінюючи таким чином рівень підприємницького ризику, пов'язаного з підприємством; чи варто продавати продукцію за цінами нижче собівартості; який продукт слід виробляти більше, ніж інші; до якої міри можна доводити фінансовий ризик, використовуючи ефект фінансового важеля, та ін.

Фінансовим менеджерам важливо володіти процесом формування механізму управління витратами і прибутком в системі «витрати – обсяг (реалізації) – прибуток».

Для поліпшення показників прибутку і рентабельності необхідна чітка систематизація підходів до прийняття рішень з управління витратами і прибутком.

Операційний аналіз допомагає менеджеру визначити оптимальне співвідношення між змінними витратами на одиницю продукції, постійними витратами, ціною, обсягом випуску і реалізації продукції, а також допомагає зменшити ризик. Цей аналіз неможливий без поділу витрат на змінні і постійні.

Змінні витрати в цілому змінюються прямо пропорційно обсягу виробництва продукції. До них відносяться витрати на сировину і матеріали для основного виробництва, заробітна плата працівників, витрати на збут продукції тощо. Підприємцю вигідно мати менше змінних витрат на одиницю продукції, оскільки це забезпечує більший дохід. Зі зміною виробництва загальні змінні витрати зменшуються (збільшуються). Пропорційно зміні обсягу виробництва продукції змінюються не всі витрати, частина їх є умовно-змінними. Наприклад, придбання підприємством великої партії матеріалів передбачає отримання знижки, порушує певну пропорційну залежність між обсягом випуску і матеріальними витратами.

Постійні витрати – це витрати, величина яких не змінюється зі зміною обсягу випуску і реалізації продукції. До цих витрат відносяться: заробітна плата адміністративного персоналу, витрати на оренду приміщень, податок на землю, страховки, витрати на рекламу та інші накладні витрати. Однак постійні витрати є незмінними тільки протягом релевантного діапазону діяльності, в межах якого зберігається взаємозв'язок між об'ємом витрат та їх факторами. Але навіть у межах релевантного діапазону постійні витрати бувають незмінними лише протягом певного часу.

Деякі елементи витрат складаються з постійної і змінної частин (поштові і телеграфні витрати, плата за електроенергію, витрати на оплату праці, на поточний ремонт обладнання та ін.) Такі витрати називають **змішаними**.

Сума всіх витрат складає загальні витрати на весь обсяг продукції. Загальні витрати на виробництво продукції, виконання робіт або надання послуг можна представити у вигляді формули:

$$З = \text{Пост}V + 3\text{Вод} * K, \quad (5.1)$$

де $З$ – загальні витрати на виробництво продукції; $\text{Пост}V$ – постійні витрати; 3Вод – питомі змінні витрати; K – кількість одиниць продукції.

Ігнорування особливостей поведінки витрат може негативно вплинути на бізнес. Поведінка постійних і змінних витрат можна представити у вигляді таблиці (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Вплив зміни обсягу виробництва (реалізації) продукції на змінні та постійні витрати

Обсяг виробництва (реалізації)	Змінні витрати		Постійні витрати	
	Сумарні	На одиницю продукції	Сумарні	На одиницю продукції
Збільшується	Збільшується	Незмінні	Незмінні	Зменшується
Зменшується	Зменшується	Незмінні	Незмінні	Збільшується

Для вирішення завдання класифікації витрат і поділу змішаних витрат використовуються два підходи:

- суб'єктивний;
- статистичний.

Суб'єктивний підхід передбачає вольове віднесення витрат до змінних або постійних, базуючись на неформальному досвіді дослідника.

Статистичний підхід базує свої висновки на аналізі наявних статистичних даних. Даний підхід прийнято вважати більш об'єктивним, так як він полягає в аналізі конкретних даних за декілька минулих періодів (місяців) і побудові на цій основі залежності сумарних витрат від обсягу реалізації продукції. У статистичному підході використовуються такі методи розподілу витрат: максимуму-мінімуму і лінійного регресійного аналізу.

За допомогою цих методів, а в разі потреби за їх комплексного використання, розподіливши витрати на змінні і постійні, можна здійснювати операційний аналіз.

В операційному аналізі використовують розрахунок проміжного фінансового результату діяльності підприємства, тобто результат від реалізації після відшкодування змінних витрат. Цю величину називають маржинальним доходом.

Маржинальний дохід (від франц. *marge* – край, межа) – результат від реалізації після відшкодування змінних витрат, що визначається за формулою:

$$МД=ЧВ-ЗВ, \quad (5.2)$$

де МД – маржинальний дохід; ЧВ – чиста виручка (без ПДВ та акцизного збору); ЗВ – змінні витрати.

Деякі вчені для позначення маржинального доходу застосовують терміни: валова маржа, вклад, величина покриття. Економічне значення цього показника полягає в тому, що його величина є тією частиною виручки від реалізації, яку підприємство, з одного боку, використовує для покриття умовно-постійних витрат, а з іншого – для формування прибутку (по можливості). Коли обсяг маржинального доходу більше величини умовно-постійних витрат, підприємство прибуткове, якщо менше – збиткове. При однакових значеннях маржинального доходу і постійних витрат прибуток дорівнює нулю.

Головна мета управління прибутком – максимізація маржинального доходу, так як його зростання в межах релевантного діапазону чисельно дорівнює зростанню прибутку підприємства. Це відбувається внаслідок зменшення в структурі собівартості продукції питомої ваги постійних витрат при зростанні обсягу реалізації продукції. Роль цього показника як гнучкого інструменту при управлінні прибутком, витратами, виборі асортименту аналізі всіх вартісних показників роботи підприємства дуже важлива.

3

В операційному аналізі досить чітко відстежується механізм впливу на операційний прибуток змін його основних складових, а саме: змінних і постійних витрат, натурального обсягу виробництва, ціни. Одним з інструментів цього механізму є *леверидж (важіль)*.

Існує *три види левериджу*, які визначаються шляхом перебудови і деталізації статей звіту про фінансові результати:

- операційний;
- фінансовий;
- виробничо-фінансовий.

Дія *операційного важеля (левериджу)* полягає в тому, що будь-яка відносна (у відсотках) зміна виручки від продажу продукції завжди породжує більш значну відносну (у відсотках) зміну прибутку. Цей ефект обумовлений різницею ступенів впливу динаміки постійних і змінних витрат на формування фінансових результатів при кількісному зміні обсягу виробництва. При зростанні (зменшенні) обсягу реалізації пропорційно збільшуються

(зменшуються) змінні витрати, а постійні залишаються незмінними, тому відносний приріст (зменшення) прибутку для певного зміни обсягу буде значним.

Виробничий (операційний) важіль (леверидж) – потенційна можливість впливати на операційний прибуток шляхом зміни структури собівартості та обсягу випуску. Сила впливу операційного важеля (СВОВ) розраховується як відношення маржинального доходу (МД) до операційного прибутку (П):

$$\text{СВОВ} = \text{МД} / \text{П}. \quad (5.3)$$

Чим вище рівень постійних витрат, тим більше сила впливу операційного важеля і, відповідно, при сприятливої ринкової кон'юнктури кожному відсотку збільшення виручки відповідає більш високий відсоток зростання прибутку. Однак найважливіше, що, вказуючи на темп падіння прибутку з кожним відсотком зменшення виручки, сила впливу операційного важеля інформує про рівень підприємницького ризику.

Чим вище поріг рентабельності, тим важче його перейти. Добитися його зниження можна різними шляхами – підвищуючи ціну, обсяг реалізації, знижуючи змінні і постійні витрати. За допомогою операційного аналізу фінансовий менеджер шукає найбільш вигідні поєднання змінних і постійних витрат, ціни і обсягу реалізації. Наприклад, іноді доцільніше знизити ціну і за рахунок цього збільшити обсяг реалізованої продукції, а іноді збільшити деякі постійні витрати (наприклад, витрати на рекламу), в результаті чого зросте обсяг реалізації. Можна використовувати й інші варіанти.

Сила впливу операційного важеля залежить від відносної величини постійних витрат. Для підприємств, перевантажених громіздкими виробничими фондами, високий рівень операційного важеля небезпечний: при економічній нестабільності, падінні купівельної спроможності клієнтів і великої інфляції кожен відсоток зниження виручки може призвести до катастрофічного падіння прибутку і збитків. Менеджмент втрачає велику частину варіантів вибору продуктивних рішень.

У конкретних ситуаціях операційної діяльності підприємства проява механізму операційного левериджу має ряд особливостей, які необхідно враховувати в процесі його використання для управління прибутком. Основними з цих особливостей є:

1. Позитивний вплив операційного левериджу починає виявлятися лише після того, як підприємство пододало точку беззбитковості своєї операційної діяльності. Для того, щоб позитивний ефект операційного левериджу почав проявлятися, підприємство спочатку має отримати достатній розмір маржинального доходу, щоб покрити свої постійні операційні витрати (тобто забезпечити рівність: $\text{МД} = \text{ПостВ}$).

2. Після подолання точки беззбитковості, чим вище коефіцієнт операційного левериджу, тим більшою силою впливу на приріст прибутку буде мати підприємство, нарощуючи обсяг реалізації продукції.

3. Найбільший позитивний вплив операційного левериджу досягається в поле, максимально наближеному 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.

4. Механізм операційного левериджу має і зворотну спрямованість – при будь-якому зниженні обсягу реалізації продукції в ще більшому ступені буде зменшуватися розмір валового операційного прибутку. При цьому пропорції такого зниження залежать від значення коефіцієнта операційного левериджу: чим вище це значення, тим більш високими темпами буде зменшуватися сума валового операційного прибутку стосовно темпів зниження обсягу реалізації продукції. Аналогічно, у міру наближення до точки беззбитковості в зворотному напрямку, негативний ефект темпів зниження прибутку стосовно темпів зниження обсягу реалізації продукції буде зростати. Пропорційність зниження або зростання ефекту операційного левериджу при незмінному значенні його коефіцієнта дозволяє зробити висновок

про те, що коефіцієнт операційного левериджу є інструментом, зрівнював співвідношення рівня прибутковості та рівня ризику в процесі здійснення операційної діяльності.

5. Ефект операційного левериджу стабільний тільки в короткому періоді. Це залежить від того, що операційні витрати, що відносяться до складу постійних, залишаються незмінними лише протягом короткого відрізка часу. Як тільки в процесі нарощення обсягу реалізації продукції відбувається черговий стрибок суми постійних операційних витрат, підприємству необхідно долати нову точку беззбитковості чи пристосовувати до неї свою операційну діяльність.

Розуміння механізму прояви операційного левериджу дозволяє цілеспрямовано керувати 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 їм ще не подолана точка беззбитковості, необхідно вживати заходів до зниження значення коефіцієнта операційного левериджу. І навпаки при сприятливій кон'юнктурі товарного ринку і наявності певної межі безпеки (запасу міцності) вимоги до здійснення режиму економії постійних витрат можуть бути істотно ослаблені – в такі періоди підприємство може значно розширювати обсяг реальних інвестицій, проводячи реконструкцію і модернізацію виробничих основних фондів.

Управління операційним левериджем може здійснюватися шляхом впливу як на постійні, так і на змінні операційні витрати.

Цілеспрямоване управління постійними і змінними витратами, оперативна зміна їх співвідношення при мінливих умовах господарювання дозволяють збільшити потенціал формування операційного прибутку підприємства.

При проведенні операційного аналізу слід враховувати те, що не завжди витримуються початкові припущення. Зі зміною умов виникає ймовірність зміни точки беззбитковості та прийняттого прибутку.

Інформацію про беззбитковість виробництва готують і використовують, враховуючи такі припущення:

- 1) витрати можна розділити на постійні та змінні;
- 2) аналізу підлягає один виріб або стабільна номенклатура виробів;
- 3) умовні змінні витрати на одиницю продукції є постійною величиною;
- 4) прибуток розраховують за змінними витратами;
- 5) сукупні витрати і сукупний дохід є лінійними функціями обсягу виробництва;
- 6) аналізу підлягає тільки прийнятний діапазон обсягів виробництва;
- 7) ціна продажу одиниці продукції є незмінною;
- 8) рівень ділової активності підприємства є єдиним фактором, що впливає на зміну обсягу видатків і доходів підприємства;
- 9) обсяг реалізації збігається з обсягом виробництва;
- 10) асортимент продукції залишається незмінною.

Такі обмеження зменшують можливості використання операційного аналізу на практиці, що призвело до появи думки про нежиттєздатність цього підходу в управлінні витратами і прибутком. Однак методика аналізу можна вдосконалити.

Класична модель операційного аналізу має суттєві обмеження щодо використання на практиці. Її необхідно модернізувати шляхом розробки нових інструментів і показників, які допоможуть усунути недоліки. Удосконалення операційного аналізу полягає в розробці таких показників, які дозволяють прогнозування коливання прибутку при зміні основних параметрів плану в умовах багато-номенклатурних виробництва; масштабів діяльності, цін на продукцію і витрат.

Нейтралізувати недоліки операційного аналізу можна за допомогою коефіцієнта чутливості, що дозволяє проводити аналіз чутливості планового прибутку до основних змінних

складових плану і точніше і швидше прогнозувати наслідки зміни умов його виконання. Аналіз чутливості застосовують в умовах невизначеності, щоб дізнатися, як зміниться результат, якщо спочатку заплановані події або основні передумови змінилися. Він дає відповідь на питання «що буде, якщо?», тобто оцінює зміну одного або декількох параметрів в моделі «витрати – обсяг випуску – прибуток». Аналіз чутливості служить потужним інструментом планування та прийняття рішень, але можливості практичного застосування обмежені трудомісткістю його виконання, особливо якщо розглядати різні варіанти зміни параметрів. Для визначення впливу на прибуток зміни основних параметрів плану використовують коефіцієнт чутливості Кч, який визначають за допомогою формули:

$$Kч = T_{пр.} / T_{ф.-а.}, \quad (5.4)$$

де $T_{пр.}$ – темпи приросту (зниження) планового прибутку; $T_{ф.-а.}$ – темпи приросту (зниження) фактору-аргументу.

Приклади факторів-аргументів:

- кількість виробленої продукції;
- норми витрат або цін на сировину;
- вартість комплектуючих виробів;
- зарплата;
- ціна реалізації продукції.

При проведенні операційного аналізу необхідно звертати увагу на структуру капіталу, яка суттєво впливає на величину операційного прибутку через силу фінансового важеля.

Фінансовий леверидж (важіль) – потенційна здатність впливати на прибуток підприємства шляхом зміни структури та обсягів довгострокових пасивів.

Дія фінансового важеля полягає в тому, що підприємство, що використовує позикові кошти, змінює чисту рентабельність власних коштів і свої дивідендні можливості. Рівень ефекту фінансового важеля вказує на фінансовий ризик підприємства. Згідно з концепцією американських учених ефект фінансового важеля можна трактувати як зміна чистого прибутку на кожну звичайну акцію (у відсотках), породжену певною зміною нетто-результату експлуатації інвестицій (НРЕІ):

$$\begin{aligned} \text{Сила впливу фінансового важеля (СВФВ)} = & \quad (5.5) \\ = \text{Зміна чистого прибутку на акцію} / \text{Зміна НРЕІ}. & \end{aligned}$$

Після низки перетворень формула 5.5 набуває вигляду:

$$СВФВ = 1 + (\% \text{ за кредит} / \text{операційний прибуток}). \quad (5.6)$$

Якщо фірма не займає кошти, то СВФВ=1.

Категорію, узагальнюючу операційний та фінансовий важелі, називають *виробничо-фінансовим левериджем*, для якого характерний взаємозв'язок трьох показників: *виручки, витрат виробничого та фінансового характеру і чистого прибутку*.

Будь-який бізнес можна вважати позбавленим ризику, оскільки на нього впливає безліч факторів внутрішнього та зовнішнього середовища.

До основних внутрішніх факторів відноситься більш високий рівень собівартості продукції, ніж у конкурентів, через недосконалу технології або недостатній професіоналізм працівників тощо.

До основних зовнішніх факторів відносять конкуренцію на ринку, нестійкість цін і попиту на продукцію, невлаштованість законодавства, особливо податкового і та інше.

Підприємства, які не перевантажені великими постійними витратами, здатні гнучко діяти, можуть швидше відреагувати на негативний вплив цих факторів і мати менші втрати. І, навпаки, на підприємствах з високим рівнем постійних витрат у собівартості продукції і, як наслідок, великою силою операційного важеля підприємницький ризик позначається помітніше. Особливо страждають невеликі фірми, що спеціалізуються на випуску одного виду продукції.

Отже, перше джерело ризику пов'язано з конкретним бізнесом в його ринковому сегменті, а друге джерело підприємницького ризику лежить у площині структури капіталу, використаного підприємством, тобто залежить від сили впливу фінансового важеля.

Оскільки відсотки за кредит відносяться до постійних витрат, то зростання у фінансових ресурсах підприємства частки позикових коштів супроводжує ріст сили операційного важеля та підвищення підприємницького ризику:

$$\text{СВПР}=\text{СВОВ}*\text{СВФВ}, \quad (5.7)$$

де СВПР – сила впливу підприємницького (суміщеного) ризику.

При несприятливої ринкової кон'юнктури це може швидко зруйнувати діяльність підприємства, тому фінансові менеджери повинні постійно стежити за значенням цих показників і намагатися досягати їх розумного балансу на основі використання критерію «максимум курсової вартості акцій при достатній безпеці інвесторів». Трансформувавши формулу (5.7) підприємницького ризику, можна визначити майбутній прибуток на акцію:

$$\text{ЧП}_{\text{амп}}=\text{ЧП}_{\text{азп}}*(1+\text{СВПР}*((\text{В}_2-\text{В}_1)/\text{В}_1)), \quad (5.8)$$

де $\text{ЧП}_{\text{амп}}$ – чистий прибуток на акцію в майбутньому періоді; $\text{ЧП}_{\text{азп}}$ – чистий прибуток на акцію у звітному періоді; СВПР – сила впливу підприємницького ризику; В_1 та В_2 – виручка в звітному і майбутньому періодах.

Отже, обчислення операційного та фінансового важелів може допомогти фінансовому менеджеру своєчасно прийняти необхідне рішення для зменшення негативних наслідків операційної діяльності, і, по можливості, спрогнозувати зміну операційного прибутку і дивідендних можливостей фірми.

4

Використання прибутку як джерела покриття потреби підприємства у капіталі (самофінансування суб'єкта господарювання) здійснюється за наступними основними напрямками, відповідно до яких і формуються основні елементи системи розподілу прибутку.

Базова модель розподілу прибутку суб'єкта господарювання включає:

- 1) забезпечення погашення податкових зобов'язань суб'єкта господарювання з податку на прибуток підприємств;
- 2) обслуговування залученого у попередніх періодах власного капіталу суб'єкта господарювання;
- 3) формування фондів – коштів та резервів для використання у наступних періодах.

Важливим завданням цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання на даному етапі є базове узгодження абсолютних величин фінансових ресурсів, необхідних для фінансування зазначених напрямків розподілу та перерозподілу прибутку, та цільової абсолютної величини прибутку підприємства у плановому періоді, досягнення такого узгодження, а також дотримання інших критеріїв та обмежень моделі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання, що визначає її підсумкову ефективність.

Загалом, фінансову проблематику функціонально-організаційного наповнення системи самофінансування суб'єкта господарювання за рахунок прибутку можна розподілити за наступними напрямками:

- 1) податкове планування;
- 2) формування резервного капіталу;
- 3) виплата грошових дивідендів;
- 4) тезаврація прибутку;
- 5) фінансовий леверидж.

Для потреб податкового планування можуть використовуватися такі фінансово-правові механізми:

- зниження бази оподаткування з метою скорочення абсолютної величини податкових зобов'язань шляхом зменшення грошових потоків, що є об'єктом оподаткування, збільшення грошових потоків, що зменшують об'єкт оподаткування, а також використання податкових пільг;

- оптимізація перерозподілу податкових зобов'язань у часі шляхом максимального відстрочення дати визнання господарських операцій, що призводять до збільшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання, а також максимальне наближення дати визнання господарських операцій, що призводять до зменшення об'єкта оподаткування і, відповідно, абсолютної величини податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;

- використання у діяльності підприємства чи його окремих підрозділів (або, навіть, дочірніх підприємства та підконтрольних компаній) законодавчо затверджених альтернативних режимів оподаткування;

- переміщення окремих виробництв, структурних підрозділів або ж дочірній компаній до вільних економічних зон з метою використання можливих переваг для оптимізації абсолютної величини та структури податкових зобов'язань суб'єкта господарювання;

- використання легальних механізмів офшорних зон з метою законного уникнення оподаткування тих чи інших доходів суб'єкта господарювання та інші.

Слід відмітити, що порядок створення та використання резервного капіталу віднесений до безпосередньої компетенції суб'єкта господарювання, хоча певні обмеження визначаються положеннями законодавчих актів. Не зважаючи на той факт, що рішення щодо виплати дивідендів відноситься до компетенції загальних зборів акціонерів, порядку обґрунтування управлінських рішень щодо формування маси дивідендів та виплати власникам суб'єкта господарювання грошових дивідендів має відповідати окремий блок у системі цільового планування та прогнозування прибутку.

Слід відмітити, що дивіденди по корпоративних правах підприємства є, з одного боку (для суб'єкта господарювання), ціною за право використання капіталу, який він залучив через цінні папери, а з іншого (для власника), – доходом на інвестиції.

Реалізація права власників акцій товариства на дивіденди відбувається шляхом формування частини прибутку акціонерним товариством і виплати її у вигляді дивідендів. Механізм, через який акціонерним товариством відбувається формування частини прибутку та виплата її у вигляді дивідендів, і формує дивідендну політику акціонерного товариства, при цьому можуть використовуватися ряд теоретичних моделей обґрунтування управлінських рішень щодо виплати грошових дивідендів, зокрема:

- теорія іррелевантності Моділіані Міллера;
- модель Міллера;
- теорія Гордона-Лінтнера або теорія «синиці в руках»;
- теорія податкових переваг.

Слід відмітити, що, затвердження управлінських рішень щодо визначення та реалізації дивідендної політики українських підприємств віднесено до компетенції загальних зборів акціонерів, а менеджмент має лише дорадчий голос.

Окремим важливим напрямком у структурі цільового планування та прогнозування прибутку суб'єкта господарювання у частині його розподілу та використання являється фінансовий механізм тезаврації прибутку, під яким слід розуміти сукупність фінансово-правових операцій щодо спрямування частини чистого прибутку суб'єкта господарювання на формування власного капіталу підприємства з метою забезпечення покриття потреби суб'єкта господарювання у капіталі для фінансування інвестиційної та операційної діяльності.

ТЕМА 6 УПРАВЛІННЯ ОБОРОТНИМИ АКТИВАМИ

1. Політика підприємства щодо оборотного капіталу.
2. Управління грошовими коштами та їх еквівалентами.
3. Управління дебіторською заборгованістю.
4. Управління запасами.
5. Управління джерелами фінансування оборотних активів та види стратегій фінансування.

1

При формуванні політики управління підприємством існує наступна класифікація оборотних активів:

- 1) з точки зору їх участі в процесі виробництва і в сфері обігу;
- 2) з точки зору їх ліквідності і відображення в обліку;
- 3) з точки зору їх відношення до змін обсягів виробництва та випадкових факторів, що виникають у процесі діяльності підприємства.

Згідно класифікації 3, оборотні активи поділяються на:

- 1) постійний капітал (системна частина оборотного капіталу);
- 2) змінну частину оборотних активів (частина, що варіює).

В теорії фінансового менеджменту існують два трактування поняття системної частини оборотного капіталу. Згідно з першим трактуванням, **постійний капітал** – це та частина грошових коштів, дебіторської заборгованості, виробничих запасів, потреба в яких відносно постійна протягом усього операційного циклу. Це може бути усереднено по тимчасовому параметру величини оборотних активів, що перебувають у вільному віданні підприємства.

Згідно з другим трактуванням системна частина може бути визначена як мінімум оборотних активів, необхідний для здійснення поточної діяльності. Це означає, що підприємству необхідний мінімум грошових коштів на розрахунковому рахунку, як якийсь аналог резервного капіталу.

Частина, що варіює (змінна) виникає у зв'язку з додатковими потребами підприємства і формованими активами.

Наприклад: У пікові моменти діяльності, пов'язані або з форс-мажорними обставинами або зі страхуванням від таких обставин або ж з сезонністю виробничою діяльністю.

Цільовою установою політики управління оборотними активами є:

- 1) визначення обсягу і структури оборотних активів;
- 2) визначення джерел їх покриття;
- 3) визначення співвідношення між джерелами покриття, достатнього для забезпечення довгострокової виробничої і ефективної фінансової діяльності підприємства;
- 4) підтримання оборотних коштів у розмірі, що оптимізує управління поточної діяльності і, зокрема, підтримку певного рівня ліквідності оборотних активів;
- 5) полягає в тому, що оборотний капітал, з одного боку повинен бути досить прибутковим, а з іншого боку швидко-обіговим. Якщо досягається висока рентабельність виробництва готової продукції, то це означає, що ми досягаємо високої рентабельності продажів.

Основною метою управління оборотним капіталом є досягнення компромісу між ліквідністю, прибутковістю і оборотністю.

2

Управління грошовими коштами включає:

- 1) розрахунок часу обігу коштів (фінансовий цикл);
- 2) аналіз грошового потоку;
- 3) прогнозування грошового потоку;
- 4) визначення оптимального рівня грошових коштів на розрахунковому рахунку та в касі.

В процесі управління грошовими коштами враховуються три наступних фактори:

- 1) *рутинність* (грошові кошти використовуються для виконання поточних операцій і, оскільки між вхідними та вихідними грошовими потоками завжди є часовий лаг, то підприємству необхідно на розрахунковому рахунку тримати вільний залишок грошових коштів);
- 2) *обережність* (оскільки підприємство піддається впливу невизначеності у своїй діяльності, то йому необхідні кошти для здійснення непередбачених платежів);
- 3) *спекулятивність* (кошти необхідні підприємству за спекулятивними міркуваннями, оскільки існує практично ненульова ймовірність того, що може представитись можливість вигідного інвестування).

$$\text{Фінансовий цикл} = \text{Операційний цикл} - \text{Час обертання кредиторської заборгованості.} \quad (6.1)$$

$$\text{Операційний цикл} = \text{Час звернення запасів} + \text{Час звернення дебіторської заборгованості.} \quad (6.2)$$

Для розрахунку оптимального розрахунку залишку грошових коштів на розрахунковому рахунку використовуються моделі, що дозволяють оцінити загальний обсяг грошових коштів та їх еквівалентів, частку, яку слід тримати на розрахунковому рахунку, частку, яку потрібно тримати у вигляді цінних паперів (які швидко реалізуються), а також оцінити моменти трансформації грошових коштів та активів, що швидко реалізуються.

1. *Модель Бемоля (Баумола)*. В ній передбачається, що підприємство починає працювати, маючи максимальний і доцільний для нього рівень грошових коштів, а потім поступово витрачає їх протягом деякого періоду. Як тільки запас грошових коштів виснажується, тобто стає рівним нулю або досягає рівня безпеки, то підприємство продає свої короткострокові цінні папери і поповнює запас коштів до початкової суми.

2. *Модель Міллера-Орра*. Логіка моделі наступна: залишок грошових коштів на розрахунковому рахунку змінюється хаотично доти, поки не досягає якогось верхньої межі. Як тільки це відбувається, підприємство починає купувати цінні папери для того, щоб повернути запас грошових коштів до деякого нормального стану, званому точкою повернення.

Якщо запас грошових коштів сягає нижньої межі, то в цьому випадку підприємство продає свої цінні папери і отримує кошти, довівши їх запас до нормальної межі.

Ці моделі дозволяють формувати оптимальний залишок грошових коштів на розрахунковому рахунку (це ключовий показник для розрахунку грошового потоку).

3

Дебіторська заборгованість, як відомо, є досить різноманітною і містить заборгованість за товари, роботи, послуги, термін оплати яких не настав або не сплачені в строк. (Дебіторська заборгованість за вексями, за розрахунками з бюджетом, за розрахунками з персоналом).

У загальній сумі дебіторської заборгованості 80-90 % припадають на розрахунки з покупцями. Тому політика управління дебіторською заборгованістю пов'язана в першу чергу з оптимізацією розміру заборгованості та інкасації заборгованості за реалізовану продукцію.

Тому *політику управління дебіторською заборгованістю називають кредитною політикою по відношенню до покупців продукції.*

Політика управління дебіторською заборгованістю представляє собою частину загальної політики управління оборотними активами і маркетингової політики підприємства, спрямованої на розширення обсягів реалізації продукції і пов'язаної з оптимізацією розміру дебіторської заборгованості та забезпеченням своєчасної її інкасації.

Політика управління дебіторською заборгованістю включає:

1. Аналіз дебіторської заборгованості в попередньому періоді з метою оцінки рівня та складу дебіторської заборгованості підприємства, а також ефективності інвестування в неї фінансових коштів. Тут аналізуються терміни погашення дебіторської заборгованості, періоди її інкасації, розмір відволікання оборотних активів у дебіторську заборгованість, склад ДЗ за її віковими групами, виявляється безнадійна і сумнівна ДЗ.

2. Формування певних принципів та підходів кредитної політики по відношенню до покупців продукції.

Вирішуються два основні питання:

- 1) в яких формах здійснюється реалізація продукції;
- 2) який тип кредитної політики варто обрати.

Розрізняють три основних типи кредитної політики по відношенню до покупців:

1. *Консервативний тип.* Спрямований на мінімізацію кредитного ризику, яка є пріоритетною, тому істотно скорочує коло покупців в кредит. В першу чергу за рахунок груп покупців з підвищеним ризиком; за рахунок мінімізації термінів надання кредиту та його розміру, жорсткості умов надання кредиту та підвищення його вартості, за рахунок більш жорсткої процедури інкасації дебіторської заборгованості.

2. *Помірний тип* орієнтується на середній рівень кредитного ризику і відповідно більш м'які умови надання комерційного кредиту.

3. *Агресивний (м'який) тип* передбачає максимізацію додаткового прибутку за рахунок розширення обсягу реалізації продукції в кредит, не рахуючись з високим рівнем кредитного ризику.

Формування системи кредитних умов включає:

- 1) термін надання кредиту;
- 2) ліміт кредиту, що надається;
- 3) вартість надання кредиту, тобто система цінових знижок при здійсненні розрахунків за придбану продукцію;
- 4) системі штрафних санкцій за прострочення виконання зобов'язань.

Наприклад: При 5 % знижці, 7-денний термін оплати і чистому періоді 30 днів підприємство втрачає знижку з 8 по 30 день, якщо не зробить оплату протягом 7 днів; по закінченню 30 днів настає система штрафних санкцій.

В основі щодо формування стандартів оцінки покупців та диференціації умов надання кредиту, лежить кредитоспроможність підприємства. Побудова ефективних систем контролю за рухом своєчасної інкасацією дебіторської заборгованості. Однією з ефективних форм є система АВС, де в категорію А виділяють найбільш великі і сумнівні види дебіторської заборгованості; в категорію В – кредити середніх розмірів; в категорію С – всі інші види, що не роблять серйозного впливу на результати діяльності підприємства.

4

Політика управління запасами представляє собою частину загальної політики управління оборотними активами підприємства, що полягає в оптимізації загального розміру і

структури запасів ТМЦ, мінімізації витрат з їх обслуговування та забезпечення ефективного контролю за їх рухом.

Розробка політики управління запасами охоплює ряд послідовно виконуваних етапів робіт, основними з яких є:

1. Аналіз запасів ТМЦ в попередньому періоді. Основним завданням цього аналізу є виявлення рівня забезпеченості виробництва і реалізації продукції відповідними запасами ТМЦ в попередньому періоді і оцінка ефективності їх використання. Аналіз проводиться в розрізі основних видів запасів.

2. Визначення цілей формування запасів. Цілі можуть бути:

- забезпечення поточної виробничої діяльності (поточні запаси сировини і матеріалів);
- забезпечення поточної збутової діяльності (поточні запаси готової продукції);
- накопичення сезонних запасів, що забезпечують господарський процес у майбутньому періоді.

3. Оптимізація розміру основних груп поточних запасів. З цією метою використовується ряд моделей. Серед яких найбільшого поширення набула «Модель економічно обґрунтованого розміру замовлення». Вона може бути використана як для оптимізації розміру виробничих запасів, так і запасів готової продукції. Розрахунковий механізм цієї моделі заснований на оптимізації сукупних операційних витрат із закупівлі та зберігання запасів на підприємстві. Ці операційні витрати попередньо поділяються на дві групи:

1) сума витрат з розміщення замовлень (включають витрати по транспортуванню і прийманню товарів):

$$OB_{P3}=(OBC/РПП)*B_{P3}, \quad (6.3)$$

де OB_{P3} – сума операційних витрат з розміщення замовлень; B_{P3} – середня вартість розміщення одного замовлення; OBC – обсяг виробничого споживання товарів в аналізованому періоді; $РПП$ – середній розмір однієї партії постачання товарів.

З наведеної формули видно, що при незмінному обсязі виробничого споживання та середньої вартості розміщення одного замовлення загальна сума операційних витрат з розміщення замовлень мінімізується з ростом середнього розміру однієї партії постачання товарів.

2) сума витрат на зберігання товарів на складі:

$$OB_{3T}=(P3P/2)*B_3, \quad (6.4)$$

де OB_{3T} – сума операційних витрат по зберіганню товарів на складі; B_3 – вартість зберігання одиниці товару в аналізованому періоді.

З наведеної формули видно, що при незмінній вартості зберігання одиниці товару в аналізованому періоді загальна сума операційних витрат по зберіганню товарних запасів на складі мінімізується при зниженні середнього розміру однієї партії постачання товарів. Таким чином із зростанням середнього розміру однієї партії постачання товарів знижуються OB_{P3} і зростають OB_{3T} . Дана модель дозволяє оптимізувати пропорції між цими двома групами витрат так, щоб їх сукупна сума була мінімальною.

Для запасів готової продукції розрахунок показників аналогічний:

1) оптимізація загальної суми запасів ТМЦ, що включаються до складу оборотних активів;

2) побудова ефективних систем контролю за рухом запасів на підприємстві. Тут основним завданням є своєчасне розміщення замовлень на поповнення запасів і залучення в господарський оборот надмірно сформованих їх видів;

3) оптимізація загальної суми запасів ТМЦ, що включаються до складу оборотних активів.

5

У теорії фінансового менеджменту прийнято виділяти різні стратегії фінансування поточних активів в залежності від ставлення менеджера до вибору величини чистого оборотного капіталу. Відомі чотири моделі поведінки: *ідеальна, агресивна, консервативна, компромісна*.

Вибір тієї чи іншої моделі стратегії фінансування зводиться до встановлення величини довгострокових пасивів і розрахунку на її основі величини чистого оборотного капіталу (ОК) як різниці між довгостроковими пасивами (ДП) і необоротні активи (НА):

$$\text{ОК}=\text{ДП}-\text{НА}. \quad (6.5)$$

Отже, кожної стратегії поведінці відповідає своє базове рівняння.

Ідеальна модель заснована на взаємній відповідності категорій «поточні активи» та «поточні зобов'язання». Модель означає, що поточні активи за величиною співпадають з короткостроковими зобов'язаннями, тобто чистий оборотний капітал дорівнює нулю. У реальному житті така модель практично не зустрічається. Крім того, з позиції ліквідності вона найбільш ризикована.

Суть цієї стратегії полягає в тому, що довгострокові пасиви (ДП) встановлюються на рівні необоротних активів (НА), тобто базове балансове рівняння (модель) буде мати вигляд:

$$\text{ДП}=\text{НА}. \quad (6.6)$$

Агресивна модель означає, що довгострокові пасиви служать джерелами покриття необоротних активів, тобто того їх мінімуму, який необхідний для здійснення господарської діяльності.

В цьому випадку оборотний капітал в точності дорівнює цьому мінімуму:

$$\text{ОК}=\text{СЧ}, \quad (6.7)$$

де СЧ – системна частина.

Базове балансове рівняння матиме вигляд:

$$\text{ДП}=\text{НА}+\text{СЧ}. \quad (6.8)$$

Консервативна модель передбачає, що змінна частина поточних активів також покривається довгостроковими пасивами. У цьому випадку короткострокової кредиторської заборгованості немає, відсутній ризик втрати ліквідності.

Чистий оборотний капітал дорівнює за величиною поточним активам:

$$\text{ОК}=\text{ПА}. \quad (6.9)$$

Ця стратегія передбачає встановлення довгострокових пасивів на рівні, який задається наступним базовим балансовим рівнянням:

$$\text{ДП}=\text{НА}+\text{СЧ}+\text{ЗЧ}, \quad (6.10)$$

де ЗЧ – змінна частина.

Компромісна модель найбільш реальна. В цьому випадку необоротні активи, системна частина поточних активів і приблизно половина змінної частини поточних активів покривається довгостроковими пасивами.

Чистий оборотний капітал дорівнює за величиною сумі системної частини поточних активів і половині їх змінної частини:

$$OK = CЧ + 0,5 * ЗЧ. \quad (6.11)$$

Стратегія передбачає встановлення довгострокових пасивів на рівні, який задається наступним базовим балансовим рівнянням:

$$ДП = НА + CЧ + 0,5 * ЗЧ. \quad (6.12)$$

ТЕМА 7 ВАРТІСТЬ ТА ОПТИМІЗАЦІЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ

1. Економічна сутність і класифікація капіталу підприємства.
2. Принципи формування та оцінки вартості капіталу.
3. Вартість капіталу і принципи її оцінки.
4. Фінансовий леверидж.
5. Оптимізація структури капіталу.

1

З позицій фінансового менеджменту *капітал підприємства* характеризує загальну вартість засобів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів.

Розглядаючи економічну сутність *капіталу підприємства*, слід в першу чергу відзначити такі його характеристики:

1. *Капітал підприємства є основним чинником виробництва.* В економічній теорії виділяють такі основних фактори виробництва – капітал, землю та інші природні ресурси; трудові ресурси, підприємницькі здібності.

2. *Капітал характеризує фінансові ресурси підприємства, що приносять дохід.* У цій своїй якості капітал може виступати ізольовано від виробничого фактору – в формі позичкового капіталу, що забезпечує формування доходів підприємства не у виробничій (операційній), а у фінансовій (інвестиційній) сфері його діяльності.

3. *Капітал є головним джерелом формування добробуту його власників.* Він забезпечує необхідний рівень цього добробуту як в поточному, так і в перспективному періоді. Споживана в поточному періоді частина капіталу виходить з його складу, будучи спрямованою на задоволення поточних потреб його власників (тобто перестаючи виконувати функції капіталу). Накопичується частина покликана забезпечити задоволення потреб його власників у перспективному періоді.

4. *Капітал підприємства є головним вимірником його ринкової вартості.* В цій якості виступає, перш за все, власний капітал підприємства, що визначає обсяг його чистих активів. Разом з тим, обсяг використовуваного підприємством власного капіталу характеризує одночасно і потенціал залучення їм позикових фінансових засобів, що забезпечують отримання додаткового прибутку. В сукупності з іншими, менш значимими факторами, це формує базу оцінки ринкової вартості підприємства.

5. *Динаміка капіталу підприємства є найважливішим барометром рівня ефективності його господарської діяльності.* Здатність власного капіталу до самозростання високими

темпами характеризує високий рівень формування й ефективний розподіл прибутку підприємства, його здатність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок внутрішніх джерел.

Капітал підприємства характеризується не тільки своєю багатоаспектною сутністю, але і різноманіттям виглядів, в яких він виступає. Під загальним поняттям «капітал підприємства» розуміються найрізноманітніші його види, що характеризуються в даний час декількома десятками термінів. Все це вимагає певної систематизації використовуваних термінів.

Розглянемо окремі види капіталу підприємства відповідно до наведеної їх систематизацією за основними класифікаційними ознаками.

1. За приналежністю підприємству виділяють:

Власний капітал характеризує загальну вартість засобів підприємства, що належать йому на правах власності і використовуються ним для формування певної частини його активів. Ця частина активів, сформована за рахунок інвестованого в них власного капіталу, являє собою чисті активи підприємства.

Позиковий капітал характеризує залучені, для фінансування розвитку підприємства на поворотній основі, кошти чи інші майнові цінності.

2. За цілями використання в складі підприємства розрізняють:

Продуктивний капітал характеризує кошти підприємства, інвестовані в його операційні активи для здійснення його виробничо-збутової діяльності.

Позичковий капітал являє собою ту його частину, яка використовується в процесі інвестування в грошові інструменти (короткострокові і довгострокові депозитні вклади в комерційних банках), а також в боргові фондові інструменти (облігації, депозитні сертифікати, векселі тощо).

Спекулятивний капітал характеризує ту його частину, яка використовується в процесі здійснення спекулятивних (заснованих на різниці в цінах) фінансових операцій (придбання деривативів в спекулятивних цілях тощо).

3. За формами інвестування розрізняють капітал у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, використовуваний для формування статутного фонду підприємства. Інвестування капіталу в цих формах дозволено законодавством при створенні нових підприємств, збільшенні обсягу їхніх статутних фондів.

4. За об'єктом інвестування виділяють:

Основний капітал характеризує ту частину використовуваного підприємством капіталу, який інвестований в усі види його необоротних активів.

Оборотний капітал характеризує ту його частину, яка інвестована підприємством в його оборотні активи.

5. За формою перебування в процесі кругообігу, тобто в залежності від стадії загального циклу цього кругообігу, розрізняють капітал підприємства у грошовій, виробничій і товарній його формах.

6. За формами власності виявляють приватний і державний капітал, інвестований в підприємство в процесі формування його статутного фонду.

7. За організаційно-правовими формами діяльності виділяють наступні види капіталу:

Акціонерний капітал – капітал підприємств, створених у формі акціонерних товариств.

Пайовий капітал – капітал партнерських підприємств – товариств з обмеженою відповідальністю, командитних товариств тощо.

Індивідуальний капітал – капітал індивідуальних підприємств - сімейних тощо.

8. За характером використання в господарському процесі в практиці фінансового менеджменту виділяють:

Працюючий капітал характеризує ту його частину, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної та фінансової діяльності підприємства.

Непрацюючий капітал характеризує ту його частину, яка інвестована в активи, які не беруть безпосередньої участі в здійсненні різних видів господарської діяльності підприємства і формуванні його доходів.

9. За характером використання власниками виділяють:

Споживчий капітал після його розподілу на цілі споживання втрачає функції капіталу.

Капітал, що накопичується, характеризує різні форми його приросту в процесі капіталізації прибутку, дивідендних виплат тощо.

10. За джерелами залучення розрізняють: **національний (вітчизняний) та іноземний капітал, інвестований в підприємство.**

В процесі кругообігу капітал підприємства проходить три стадії:

На першій стадії капітал у грошовій формі інвестується в операційні активи (оборотні та необоротні), перетворюючись тим самим в продуктивну форму.

На другій стадії продуктивний капітал перетворюється в товарну форму (включаючи і форму вироблених послуг).

На третій стадії товарний капітал у міру реалізації вироблених товарів і послуг перетворюється в грошовий капітал.

Середня тривалість обороту капіталу підприємства характеризується періодом його обороту в днях (місяцях, роках). Крім того цей показник може бути виражений числом оборотів протягом аналізованого періоду.

Розглянута класифікація та особливості функціонування капіталу підприємства дозволяють більш цілеспрямовано керувати ефективністю його формування та використання.

2

Рівень ефективності господарської діяльності підприємства багато в чому визначається цілеспрямованим формуванням його капіталу.

Основною метою формування капіталу підприємства є задоволення потреби в придбанні необхідних активів та оптимізація його структури з позицій забезпечення умов ефективного його використання.

З урахуванням цієї мети процес формування капіталу підприємства будується на основі наступних принципів.

1. *Облік перспектив розвитку господарської діяльності підприємства.* Процес формування обсягу і структури капіталу підпорядкований завданням забезпечення його господарської діяльності не тільки на початковій стадії функціонування підприємства, а в короткостроковому періоді та у довгостроковому періоді.

2. *Забезпечення відповідності обсягу залученого капіталу обсягом формованих активів підприємства.* Загальна потреба в капіталі підприємства ґрунтується на його потреби в оборотних і необоротних активах. Ця загальна потреба в капіталі, необхідному для створення нового підприємства, включає дві групи майбутніх витрат:

1) *передстартові витрати* по створенню нового підприємства являють собою відносно невеликі суми фінансових коштів, необхідних для розробки бізнес-плану та фінансування пов'язаних з цим досліджень;

2) *стартовий капітал* призначений для безпосереднього формування активів нового підприємства з метою початку його господарської діяльності.

При визначенні загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства використовуються зазвичай два основні методи:

1) *прямий метод* розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на визначенні необхідної суми активів, що дозволяють новому підприємству розпочати господарську діяльність. Цей метод розрахунку виходить з алгоритму: загальна сума активів дорівнює загальній сумі інвестованого капіталу;

2) *непрямий метод* розрахунку загальної потреби в капіталі ґрунтується на використанні показника «капіталомісткість продукції». Він розраховується в розрізі галузей і підгалузей економіки шляхом ділення загальної суми капіталу, що використовується (власного і позикового) на загальний обсяг виробленої (реалізованої) продукції. При цьому загальна сума використовуваного капіталу визначається як середня в аналізованому періоді.

Цей метод дає лише приблизну оцінку потреби в капіталі, так як показник середньогалузевої капіталомісткості продукції суттєво коливається в розрізі підприємств під впливом окремих факторів. Основними з таких факторів є:

- 1) розмір підприємства;
- 2) стадія життєвого циклу підприємства;
- 3) прогресивність технології, що використовується;
- 4) прогресивність використовуваного обладнання;
- 5) ступінь фізичного зносу обладнання;
- 6) рівень використання виробничої потужності підприємства та ряд інших.

Тому більш точну оцінку потреби в капіталі для створення нового підприємства при використанні цього методу розрахунку можна отримати в тому випадку, якщо для обчислення буде застосований показник капіталомісткості продукції на діючих підприємствах-аналогах (з урахуванням перерахованих вище факторів).

Розрахунок загальної потреби в капіталі новостворюваного підприємства на основі показника капіталомісткості продукції здійснюється за наступною формулою:

$$P_k = K_{\Pi} * O_P + P_{B_k}, \quad (7.1)$$

де P_k – загальна потреба в капіталі для створення нового підприємства; K_{Π} – показник капіталомісткості продукції (середньогалузевої або аналогової); O_P – запланований річний обсяг виробництва продукції; P_{B_k} – передстартові витрати та інші одноразові витрати капіталу, пов'язані зі створенням нового підприємства.

3. Забезпечення оптимальності структури капіталу з позицій ефективного його функціонування. Умови формування високих кінцевих результатів діяльності підприємства в значній мірі залежать від структури використовуваного капіталу.

Структура капіталу представляє собою співвідношення власних і позикових фінансових коштів, що використовуються підприємством в процесі своєї господарської діяльності.

Вона впливає на коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу, визначає систему коефіцієнтів фінансової стійкості та платоспроможності і в кінцевому рахунку формує співвідношення прибутковості і ризику в процесі розвитку підприємства.

Власний капітал характеризується наступними основними позитивними особливостями:

- 1) простота залучення;
- 2) більш високою здатністю генерування прибутку у всіх сферах діяльності, тому що при його використанні не потрібно сплата позичкового відсотка в усіх його формах;
- 3) забезпечення фінансової стійкості розвитку підприємства, його платоспроможності в довгостроковому періоді, а відповідно і зниженням ризику банкрутства.

Разом з тим, йому притаманні такі недоліки:

- 1) обмеженість обсягу залучення;
- 2) висока вартість в порівнянні з альтернативними позиковими джерелами формування капіталу;
- 3) невикористана можливість приросту коефіцієнта рентабельності власного капіталу за рахунок залучення позикових фінансових коштів.

Таким чином, підприємство, що використовує тільки власний капітал, має найвищу фінансову стійкість (його коефіцієнт автономії дорівнює одиниці), але обмежує темпи свого розвитку і не використовує фінансові можливості приросту прибутку на вкладений капітал.

Позиковий капітал характеризується наступними позитивними особливостями:

- 1) досить широкими можливостями, особливо при високому кредитному рейтингу підприємства, наявності застави або гарантії поручителя;
- 2) забезпеченням росту фінансового потенціалу підприємства при необхідності суттєвого розширення його активів і зростання темпів росту обсягу його господарської діяльності;

3) більш низькою вартістю в порівнянні з власним капіталом за рахунок забезпечення ефекту «податкового щита» (вилучення витрат на його обслуговування з оподаткованої бази при сплаті податку на прибуток);

4) здатністю генерувати приріст фінансової рентабельності (коефіцієнта рентабельності власного капіталу).

В той же час використання позикового капіталу має наступні недоліки:

1) використання цього капіталу генерує найбільш небезпечні фінансові ризики в господарській діяльності підприємства – ризик зниження фінансової стійкості і втрати платоспроможності. Рівень цих ризиків зростає пропорційно зростанню питомої ваги використання позикового капіталу;

2) активи, сформовані за рахунок позикового капіталу, генерують меншу (за інших рівних умов) норму прибутку, яка знижується на суму виплачуваного позичкового відсотка;

3) висока залежність вартості позикового капіталу від коливань кон'юнктури фінансового ринку. В ряді випадків при зниженні середньої ставки позичкового 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 розмірах), так як надання кредитних коштів залежить від рішення інших господарюючих суб'єктів (кредиторів). Таким чином, підприємство, що використовує позиковий капітал, має більш високий фінансовий потенціал свого розвитку і можливості приросту фінансової рентабельності діяльності, однак більшою мірою генерує фінансовий ризик і загрозу банкрутства;

4) забезпечення мінімізації витрат по формуванню капіталу з різних джерел. Така мінімізація здійснюється в процесі управління вартістю капіталу;

5) забезпечення високоефективного використання капіталу в процесі його господарської діяльності. Реалізація цього принципу забезпечується шляхом максимізації показника рентабельності власного капіталу при прийнятному для підприємства рівні фінансового ризику.

Серед механізмів управління формуванням капіталу найбільш складними є питання мінімізації вартості капіталу та оптимізації його структури, які вимагають більш детального розгляду.

3

Вартість капіталу являє собою ціну, яку підприємство платить за його залучення з різних джерел.

Концепція такої оцінки виходить з того, що капітал, як один з важливих факторів виробництва, має як і інші його фактори, певну вартість, яка формує рівень операційних та інвестиційних витрат підприємства.

Основними сферами використання показника вартості капіталу в діяльності підприємства є:

1) Вартість капіталу підприємства є мірою прибутковості операційної діяльності. Так як вартість капіталу характеризує частину прибутку, яка повинна бути сплачена за використання сформованого чи залученого нового капіталу для забезпечення випуску і реалізації продукції, цей показник виступає мінімальною нормою формування операційного прибутку підприємства, нижньою межею при плануванні її розмірів.

2) Показник вартості капіталу використовується як критеріальний в процесі здійснення реального інвестування. Перш за все, рівень вартості капіталу конкретного підприємства виступає як дисконтна ставка, за якою сума чистого грошового потоку приводиться до теперішньої вартості в процесі оцінки ефективності окремих реальних проектів. Крім того, він служить базою порівняння з внутрішньою ставкою прибутковості з даного інвестиційного проекту – якщо вона нижче, ніж показник вартості капіталу підприємства, такий інвестиційний проект повинен бути відкинтий.

3) Вартість капіталу підприємства слугує базовим показником ефективності фінансового інвестування.

4) Показник вартості капіталу підприємства виступає критерієм прийняття управлінських рішень щодо використання оренди (лізингу) або придбання у власність виробничих основних засобів.

5) Показник вартості капіталу в розрізі окремих його елементів використовується в процесі управління структурою цього капіталу на основі механізму фінансового левериджу. Мистецтво використання фінансового левериджу полягає у формуванні найвищого його диференціалу, однією зі складових якого є вартість позикового капіталу. Мінімізація цієї складової забезпечується в процесі оцінки вартості капіталу, що залучається з різних позикових джерел, і формування відповідної структури джерел його використання підприємством.

6) Рівень вартості капіталу підприємства є найважливішим вимірником рівня ринкової вартості цього підприємства. Зниження рівня вартості капіталу приводить до відповідного зростання ринкової вартості підприємства, і навпаки.

7) Показник вартості капіталу є критерієм оцінки та формування відповідного типу політики фінансування підприємством своїх активів (у першу чергу - оборотних). Виходячи з реальної вартості використовуваного капіталу і оцінки майбутнього її зміни підприємство формує агресивний, помірний (компромісний) або консервативний тип політики фінансування активів.

Процес оцінки вартості капіталу базується на таких основних принципах:

1) *Принцип попередньої поелементної оцінки вартості капіталу.*

Так як використовуваний капітал підприємства складається з неоднорідних елементів (перш за все – власного та позикового їх видів, а всередині них – за джерелами формування), в процесі оцінки його необхідно розкласти на окремі складові елементи, кожен з яких повинен бути об'єктом здійснення оціночних розрахунків. Вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді визначається за такою формулою:

$$ВВК_{\Phi} = (ЧП_{\text{В}} * 100) / ВК_{\text{С}}, \quad (7.2)$$

де $ВВК_{\Phi}$ – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді, %; $ЧП_{\text{В}}$ – сума чистого прибутку, виплачена власникам підприємства в процесі її розподілу за звітний період; $ВК_{\text{С}}$ – середня сума власного капіталу підприємства у звітному періоді.

Вартість додатково залученого капіталу за рахунок емісії привілейованих акцій розраховується за формулою:

$$ВВК_{\text{ПР}} = (Д_{\text{ПР}} * 100) / (К_{\text{ПР}} * (1 - EB)), \quad (7.3)$$

де $ВВК_{\text{ПР}}$ – вартість власного капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій, %; $Д_{\text{ПР}}$ – сума дивідендів, передбачених до виплати відповідно до контрактних зобов'язань емітента; $К_{\text{ПР}}$ – сума власного капіталу, що залучається за рахунок емісії привілейованих акцій; EB – витрати по емісії акцій, виражені в десяткового дробу по відношенню до суми емісії.

Вартість додаткового капіталу, що залучається за рахунок емісії простих акцій (додаткових паїв), розраховується за такою формулою:

$$ВВК_{\text{ПА}} = (K_{\text{А}} * Д_{\text{ПА}} * П_{\text{ВТ}} * 100) / (K_{\text{ПА}} * (1 - EB)), \quad (7.4)$$

де $ВВК_{\text{ПА}}$ – вартість власного капіталу, що залучається за рахунок емісії простих акцій (додаткових паїв), %; $K_{\text{А}}$ – кількість додатково емітованих акцій; $Д_{\text{ПА}}$ – сума дивідендів, виплачених на одну просту акцію в звітному періоді (або виплат на одиницю паїв), %; $П_{\text{ВТ}}$ – планований темп виплат дивідендів (відсотків за паями), виражений десятковим дробом; $K_{\text{ПА}}$ –

сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії простих акцій (додаткових паїв); $EВ$ – витрати по емісії акцій, виражені десятковим дробом по відношенню до суми емісії акцій (додаткових паїв).

Вартість позикового капіталу в формі банківського кредиту оцінюється за такою формулою:

$$ВБК=(ВК_6*(1-C_{пп}))/ (1-ВЗ_6), \quad (7.5)$$

де $ВБК$ – вартість позикового капіталу, що залучається у формі банківського кредиту, %; $ВК_6$ – ставка відсотка за банківський кредит, %; $C_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; $ВЗ_6$ – рівень витрат по залученню банківського кредиту до його суми, виражений десятковим дробом.

Вартість фінансового лізингу оцінюється за такою формулою:

$$ВФЛ=((ЛС-НА)*(1-C_{пп}))/ (1-ВЗ_{фл}), \quad (7.6)$$

де $ВФЛ$ – вартість позикового капіталу, що залучається на умовах фінансового лізингу, %; $ЛС$ – річна лізингова ставка, %; $НА$ – річна норма амортизації активу, залученого 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.

Вартість позикового капіталу, залучається за рахунок емісії облігацій визначається за формулою:

$$ВOP_K=((СК*(1-C_{пп}))/ (1-ЕВ_о), \quad (7.7)$$

де $ВOP_K$ – вартість позикового капіталу, що залучається за рахунок емісії облігацій, %; $СК$ – ставка купонного відсотка по облігації, %; $C_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; $ЕВ_о$ – рівень емісійних витрат по відношенню до обсягу емісії, виражений десятковим дробом.

Вартість товарного кредиту, наданого на умовах короткострокової відстрочки платежу, розраховується за такою формулою:

$$ВTK_K=((ЦЗ*360)*(1-C_{пп}))/ ПВ, \quad (7.8)$$

де $ВTK_K$ – вартість товарного (комерційного) кредиту, наданого на умовах короткострокової відстрочки платежу, %; $ЦЗ$ – розмір цінової знижки при здійсненні і платежу за продукцію («платежу проти документів»), %; $C_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; $ПВ$ – період надання відстрочки платежу за продукцію, в днях.

Вартість внутрішньої кредиторської заборгованості підприємства враховується по нульовій ставці, тому що являє собою безкоштовне фінансування його господарської діяльності за рахунок цього виду позикового капіталу.

2) Принцип узагальнюючої оцінки вартості капіталу.

Поелементна оцінка вартості капіталу є передумовою для узагальнюючого розрахунку цього показника. Таким узагальнюючим показником є середньозважена вартість капіталу

(СВК). Вихідною базою його формування є дані, отримані в процесі поелементної оцінки капіталу.

3) Принцип сумісності оцінки вартості власного і позикового капіталу.

В процесі оцінки вартості капіталу слід мати на увазі, що суми власного та позикового капіталу, що відображаються в пасиві балансу підприємства, мають непорівнянне кількісне значення.

Якщо наданий у користування підприємству позиковий капітал в грошовій або товарній формі оцінений за сумою в цінах наближених до ринкових, то власний капітал, який відображається балансом, по відношенню до поточної ринкової вартості, як правило, істотно занижений.

Для забезпечення порівнянності і коректності розрахунків середньозваженої вартості капіталу, сума власної його частини повинна бути виражена в поточній ринковій оцінці.

4) Принцип динамічної оцінки вартості капіталу.

Фактори, що впливають на показник середньозваженої вартості капіталу, дуже динамічні, тому зі зміною вартості окремих елементів капіталу повинні вноситися корективи і в середньозважене його значення.

Крім того, принцип динамічності оцінки припускає, що вона може здійснюватися як по вже сформованому, так і по планованому до формування (залучення) капіталу.

5) Принцип взаємозв'язку оцінки поточної та майбутньої середньозваженої вартості капіталу підприємства.

Такий взаємозв'язок забезпечується використанням показника граничної вартості капіталу. Він характеризує рівень вартості кожної нової його одиниці, додатково залучається підприємством. Залучення додаткового капіталу підприємства як за рахунок власних, так і за рахунок позикових джерел має на кожному етапі розвитку підприємства свої економічні межі і, як правило, пов'язано зі зростанням середньозваженої його вартості.

Тому динаміка показника граничної вартості капіталу повинна бути обов'язково врахована в процесі управління фінансовою діяльністю підприємства.

Порівнюючи граничну вартість капіталу з очікуваною нормою прибутку за окремими господарськими операціями, для яких потрібне додаткове залучення капіталу, можна в кожному конкретному випадку визначити міру ефективності та доцільності здійснення таких операцій. В першу чергу це відноситься до прийнятих інвестиційних рішень.

6) Принцип визначення межі ефективного використання додатково залученого капіталу.

Оцінка вартості капіталу повинна бути завершена виробітком критеріального показника ефективності його додаткового залучення. Таким критеріальним показником є гранична ефективність капіталу. Цей показник характеризує співвідношення приросту рівня прибутковості додатково залученого капіталу і приросту середньозваженої вартості капіталу. Розрахунок граничної ефективності капіталу здійснюється за такою формулою:

$$\text{ГЕК} = \text{РК}_{\text{пр}} / \text{СВК}_{\text{пр}}, \quad (7.10)$$

де ГЕК – гранична ефективність капіталу; $\text{РК}_{\text{пр}}$ – приріст рівня рентабельності капіталу; $\text{СВК}_{\text{пр}}$ – приріст середньозваженої вартості капіталу.

Викладені принципи оцінки дозволяють сформулювати систему основних показників, що визначають вартість капіталу і межі ефективного його використання.

Серед розглянутих показників основна роль належить показнику середньозваженої вартості капіталу. Він складається на підприємстві під впливом багатьох факторів, основними з яких є:

- середня ставка відсотка, що склалася на фінансовому ринку;
- доступність різних джерел фінансування (кредиту банків, комерційного кредиту, власної емісії акцій та облігацій тощо);

- галузеві особливості операційної діяльності, що визначають тривалість операційного циклу та рівень ліквідності використовуваних активів;
 - співвідношення обсягів операційної та інвестиційної діяльності;
 - життєвий цикл підприємства;
 - рівень ризику здійснюваної операційної, інвестиційної та фінансової діяльності.
- Облік цих факторів виробляється в процесі цілеспрямованого управління вартістю власного і позикового капіталу підприємства.

4

Одне з головних завдань фінансового менеджменту – максимізація рівня рентабельності власного капіталу при заданому рівні фінансового ризику – реалізується різними методами.

Одним із основних механізмів реалізації цього завдання є «фінансовий леверидж».

Фінансовий леверидж характеризує використання підприємством позикових коштів, яке впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Іншими словами, фінансовий леверидж являє собою об'єктивний фактор, що виникає з появою позикових коштів, що дозволяє підприємству отримати додатковий прибуток на власний капітал.

Показник, що відображає рівень додатково генерованого прибутку власним капіталом при різній частці використання позикових коштів, називається ефектом фінансового левериджу. Він розраховується за наступною формулою:

$$EФЛ = ((1 - C_{пп}) * (КВР_a - ВК) * (ПК / ВК)), \quad (7.11)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %; $C_{пп}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; $КВР_a$ – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %; ВК – середній розмір відсотків за кредит, сплачуваних підприємством за використання позикового капіталу, %; ПК – середня сума використовуваного підприємством позикового капіталу; ВК – середня сума власного капіталу підприємства.

Розглядаючи раніше наведену формулу розрахунку ефекту фінансового левериджу, можна виділити в ній три основні складові:

- 1) Податковий коректор фінансового левериджу $(1 - C_{пп})$, який показує в якому ступені виявляється ефект фінансового левериджу в зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку;
- 2) Диференціал фінансового левериджу $(КВР_a - ВК)$, який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів і середнім розміром відсотка за кредит;
- 3) Коефіцієнт фінансового левериджу $ПК / ВК$, який характеризує суму позикового капіталу, використовуваного підприємством, у розрахунку на одиницю власного капіталу.

Виділення цих складових дозволяє цілеспрямовано керувати ефектом фінансового левериджу в процесі фінансової діяльності підприємства.

Податковий коректор фінансового левериджу практично не залежить від діяльності підприємства, так як ставка податку на прибуток встановлюється законодавчо. Разом з тим, в процесі управління фінансовим левериджем диференційований податковий коректор може бути використаний в наступних випадках:

- 1) якщо з різних видів діяльності підприємства встановлені диференційовані ставки оподаткування прибутку;
- 2) якщо за окремими видами діяльності підприємство використовує податкові пільги по прибутку;
- 3) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах своєї країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;

4) якщо окремі дочірні фірми підприємства здійснюють свою діяльність в державах з більш низьким рівнем оподаткування прибутку.

В цих випадках, впливаючи на галузеву або регіональну структуру виробництва (а відповідно і на склад прибутку за рівнем її оподаткування), можна знизивши середню ставку оподаткування прибутку підвищити вплив податкового коректора фінансового левериджу на його ефект (при інших рівних умовах).

Диференціал фінансового левериджу є головною умовою, що формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект проявляється тільки в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства, перевищує середній розмір відсотка за використовуваний кредит (що включає не тільки його пряму ставку, але і інші питомі витрати по його залученню, страхуванню і обслуговуванню), тобто якщо диференціал фінансового левериджу є позитивною величиною.

Чим вище позитивне значення диференціала фінансового левериджу, тим вище за інших рівних умов буде його ефект. У зв'язку з високою динамічністю цього показника він вимагає постійного моніторингу.

Цей динамізм обумовлений дією ряду факторів. Перш за все, в період погіршення кон'юнктури фінансового ринку (в першу чергу, скорочення обсягу пропозиції на ньому вільного капіталу) вартість позикових коштів може різко зрости, перевищивши рівень валового прибутку, що генерується активами підприємства.

Крім того, зниження фінансової стійкості підприємства в процесі підвищення частки використовуваного позикового капіталу призводить до збільшення ризику його банкрутства, що змушує кредиторів збільшувати рівень ставки відсотка за кредит з урахуванням включення в неї премії за додатковий фінансовий ризик.

При певному рівні цього ризику (а відповідно і 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, так як частина чистого прибутку, що генерується власним капіталом, буде йти на обслуговування позикового капіталу за високими ставками відсотка).

Нарешті, в період погіршення кон'юнктури товарного ринку скорочується обсяг реалізації продукції, а відповідно і 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 від'ємного значення диференціала фінансового левериджу по кожній з перерахованих вище причин завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. В цьому випадку використання підприємством позикового капіталу дає негативний ефект.

Коефіцієнт фінансового левериджу є тим важелем (leverage в дослівному перекладі – важіль), який мультиплікує (пропорційно мультиплікатору або коефіцієнту змінює) позитивний або негативний ефект, одержуваний 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 в залежності від позитивної або негативної величини диференціала фінансового левериджу).

Аналогічно зниження коефіцієнта фінансового левериджу буде призводити до зворотного результату, знижуючи в ще більшому ступені його позитивний або негативний ефект.

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. Аналогічним чином, при незмінному коефіцієнті фінансового левериджу позитивна чи негативна динаміка його диференціала генерує як зростання суми і рівня прибутку на власний капітал, так і фінансовий ризик її втрати.

Знання механізму впливу фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу та рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу підприємства.

5

Оптимізація структури капіталу є однією з найбільш важливих і складних завдань, що вирішуються в процесі фінансового управління підприємством.

Оптимальна структура капіталу являє собою таке співвідношення використання власних та позикових коштів, при якому забезпечується найбільш ефективна пропорційність між коефіцієнтом фінансової рентабельності та коефіцієнтом фінансової стійкості підприємства, тобто максимізується його ринкова вартість.

Процес оптимізації структури капіталу підприємства здійснюється за такими етапами.

1. Аналіз капіталу підприємства. Основною метою цього аналізу є виявлення тенденцій динаміки обсягу і складу капіталу в передплановому періоді та їх впливу на фінансову стійкість, і ефективність використання капіталу.

На першій стадії аналізу розглядається динаміка загального обсягу та основних складових елементів капіталу в зіставленні з динамікою обсягу виробництва і реалізації продукції; визначається співвідношення власного і позикового капіталу і його тенденції; в складі позикового капіталу вивчається співвідношення довго- і короткострокових фінансових зобов'язань; визначається розмір прострочених фінансових зобов'язань і з'ясовуються причини прострочення.

На другій стадії аналізу розглядається система коефіцієнтів фінансової стійкості підприємства, яка визначається структурою його капіталу. В процесі проведення такого аналізу розраховуються і вивчаються в динаміці наступні коефіцієнти:

1) *коефіцієнт автономії*, який дозволяє визначити в якій мірі використовуються підприємством активи сформовані за рахунок власного капіталу;

2) *коефіцієнт фінансового левериджу (коефіцієнт фінансування)*, що дозволяє встановити яка сума позикових коштів залучена підприємством на одиницю власного капіталу;

3) *коефіцієнт довгострокової фінансової незалежності*, що характеризує відношення суми власного і довгострокового позикового капіталу до загальної суми використовуваного підприємством капіталу і дозволяє, виявити фінансовий потенціал майбутнього розвитку підприємства;

4) *коефіцієнт співвідношення довгострокової та короткострокової заборгованостей*, який дозволяє визначити суму залучення довгострокових фінансових кредитів у розрахунку на одиницю короткострокового позикового капіталу, тобто характеризує політику фінансування активів підприємства за рахунок позикових коштів.

Аналіз фінансової стійкості підприємства дозволяє оцінити ступінь стабільності його фінансового розвитку і рівень фінансових ризиків, що генерують загрозу його банкрутства.

На третій стадії аналізу оцінюється ефективність використання капіталу в цілому і окремих його елементів. У процесі проведення такого аналізу розраховуються і розглядаються в динаміці такі основні показники:

1) *період обороту капіталу*, що характеризує число днів, протягом яких здійснюється один оборот власних і позикових коштів, а також капіталу в цілому. Чим менше період обороту капіталу, тим вище за інших рівних умов ефективність його використання на підприємстві, так як кожен оборот капіталу генерує певну додаткову суму прибутку;

2) *коефіцієнт рентабельності всього використовуваного капіталу*. За своїм кількісним значенням він відповідає коефіцієнту рентабельності сукупних активів, тобто характеризує рівень економічної рентабельності;

3) *коефіцієнт рентабельності власного капіталу*. Цей показник, що характеризує досягнутий рівень фінансової рентабельності підприємства, є одним з найбільш важливих, так як він служить одним з критеріїв формування оптимальної структури капіталу;

4) *капіталовіддача*. Цей показник характеризує обсяг реалізації продукції, що припадає на одиницю капіталу, тобто в певній мірі служить вимірником ефективності операційної діяльності підприємства;

5) *капіталомісткість реалізації продукції*. Він показує який обсяг капіталу задіяний для забезпечення випуску одиниці продукції і є базовим для моделювання потреби в капіталі в майбутньому періоді з урахуванням галузевих особливостей операційної діяльності.

2. Оцінка основних факторів що визначають формування структури ефективного капіталу. Практика показує, що не існує єдиних рецептів співвідношення власного і позикового капіталу не тільки для однотипних підприємств, але навіть і для одного підприємства на різних стадіях його розвитку і при різній кон'юнктурі товарного і фінансового ринків.

Разом з тим, існує ряд об'єктивних і суб'єктивних факторів, облік яких дозволяє цілеспрямовано формувати структуру капіталу, забезпечуючи умови найбільш ефективного його використання на кожному конкретному підприємстві.

Основними з цих факторів є:

- *Галузеві особливості операційної діяльності підприємства*. Характер цих особливостей визначає структуру активів підприємства, їх ліквідність. Підприємства з високим рівнем фондомісткості виробництва продукції в силу високої частки необоротних активів, мають зазвичай більш низький кредитний рейтинг і змушені орієнтуватися у своїй діяльності на використання власного капіталу. Крім того, характер галузевих особливостей визначає різну тривалість операційного циклу. Чим менший період операційного циклу, тим більшою мірою (за інших рівних умов) може бути використаний підприємством позиковий капітал.

- *Стадія життєвого циклу підприємства*. Зростаючі підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого життєвого циклу і мають конкурентоспроможну продукцію, можуть залучати для свого розвитку велику частку позикового капіталу. У той же час підприємства, що знаходяться в стадії зрілості, більшою мірою повинні використовувати власний капітал.

- *Кон'юнктура товарного ринку*. Чим стабільніше кон'юнктура цього ринку, а відповідно і стабільніше попит на продукцію підприємства, тим вище і безпечніше стає використання позикового капіталу.

- *Кон'юнктура фінансового ринку*. Залежно від стану цієї кон'юнктури зростає або знижується вартість позикового капіталу.

При суттєвому зростанні цієї вартості диференціал фінансового левериджу може досягнути від'ємного значення (при якому використання позикового капіталу призведе до різкого зниження рівня фінансової рентабельності, а в ряді випадків – і до збиткової операційної діяльності).

У свою чергу, при істотному зниженні цієї вартості різко знижується ефективність використання довгострокового позикового капіталу (якщо кредитними умовами не обумовлена відповідне коригування ставки відсотка за кредит). Нарешті, кон'юнктура фінансового ринку впливає на вартість залучення власного капіталу із зовнішніх джерел - при зростанні рівня позичкового відсотка зростають і вимоги інвесторів до норми прибутку на вкладений капітал.

- *Рівень рентабельності операційної діяльності*. При високому значенні цього показника кредитний рейтинг підприємства зростає, і воно розширює потенціал можливого використання позикового капіталу. Однак в більшості випадків цей потенціал часто залишається незатребуваним у зв'язку з тим, що при високому рівні рентабельності підприємство має можливість задовольняти додаткову потребу в капіталі за рахунок більш високого рівня капіталізації отриманого прибутку.

- *Коефіцієнт операційного левериджу.* Зростання прибутку підприємства забезпечується спільним впливом ефекту операційного і фінансового левериджу. Тому підприємства зі зростаючим обсягом реалізації продукції, але мають в силу галузевих особливостей її виробництва низький коефіцієнт операційного левериджу, можуть в набагато більшому ступені (при інших рівних умовах) збільшувати коефіцієнт фінансового левериджу, тобто використовувати велику частку позикових коштів у загальній сумі капіталу.

- *Ставлення кредиторів до підприємства.* Як правило, кредитори при оцінці кредитного рейтингу підприємства керуються своїми критеріями, які не збігаються іноді з критеріями оцінки власної кредитоспроможності підприємством.

У ряді випадків, не дивлячись на високу фінансову стійкість підприємства, кредитори можуть керуватися і іншими критеріями, які формують негативний його імідж, а відповідно знижують і його кредитний рейтинг. Це робить відповідний негативний вплив на можливість залучення підприємством позикового капіталу, знижує його фінансову гнучкість, тобто можливість оперативно формувати капітал за рахунок зовнішніх джерел.

- *Рівень оподаткування прибутку.* В умовах низьких ставок податку на прибуток або використання підприємством податкових пільг по прибутку, різниця у вартості власного і позикового капіталу, що залучається із зовнішніх джерел, знижується. Це пов'язано з тим, що ефект податкового коректора при використанні позикових коштів зменшується.

У цих умовах більш доцільним є формування капіталу із зовнішніх джерел за рахунок емісії акцій (залучення додаткового пайового капіталу). У той же час при високій ставці оподаткування прибутку суттєво підвищується ефективність залучення позикового капіталу.

- *Фінансовий менталітет власників і менеджерів підприємства.* Неприйняття високих рівнів ризиків формує консервативний підхід власників і менеджерів до фінансування розвитку підприємства, при якому його основу складає власний капітал. І навпаки, прагнення отримати високий прибуток на власний капітал, незважаючи на високий рівень ризиків, формує агресивний підхід до фінансування розвитку підприємства, при якому позиковий капітал використовується в максимально можливому розмірі.

- *Рівень концентрації власного капіталу.* Для того, щоб зберегти фінансовий контроль за управлінням підприємством (контрольний пакет акцій або контрольний обсяг пайового внеску), власникам підприємства не хочеться залучати додатковий власний капітал із зовнішніх джерел, навіть не дивлячись на сприятливі до цього передумови.

Завдання збереження фінансового контролю за управлінням підприємством в цьому випадку є критерієм формування додаткового капіталу за рахунок позикових коштів.

З урахуванням цих чинників управління структурою капіталу на підприємстві зводиться до двох основних напрямів:

1) встановлення оптимальних для даного підприємства пропорцій використання власного і позикового капіталу;

2) забезпечення залучення на підприємство необхідних видів і обсягів капіталу для досягнення розрахункових показників його структури.

3. Оптимізація структури капіталу за критерієм максимізації рівня фінансової рентабельності. Для проведення таких оптимізаційних розрахунків використовується механізм фінансового левериджу.

4. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації його вартості. Процес цієї оптимізації заснований на попередній оцінці вартості власного і позикового капіталу при різних умовах його залучення і здійсненні різноманітних розрахунків середньозваженої вартості капіталу.

5. Оптимізація структури капіталу за критерієм мінімізації рівня фінансових ризиків. Цей метод оптимізації структури капіталу пов'язаний з процесом диференційованого вибору джерел фінансування різних складових частин активів підприємства.

З цією метою всі активи підприємства поділяються на такі три групи:

1) необоротні активи;

2) постійна частина оборотних активів. Вона являє собою незмінну частину сукупного їх розміру, яка не залежить від сезонних та інших коливань обсягу операційної діяльності і не пов'язана з формуванням запасів сезонного зберігання, дострокового заводу та цільового призначення. Іншими словами, вона розглядається як незнижуваний мінімум оборотних активів, необхідний підприємству для здійснення поточної операційної діяльності;

3) змінна частина оборотних активів. Вона являє собою мінливу частину їх сукупного розміру, яка пов'язана з сезонним зростанням обсягу реалізації продукції, необхідністю формування в окремі періоди діяльності підприємства товарних запасів сезонного зберігання, дострокового заводу та цільового призначення. У складі цієї змінної частини оборотних активів виділяють максимальну і середню потребу в них.

6. Формування показника цільової структури капіталу. Граничні межі максимально рентабельної та мінімально ризикованої структури капіталу дозволяють визначити поле вибору конкретних його значень на плановий період. В процесі цього вибору враховуються раніше розглянуті фактори, що характеризують індивідуальні особливості діяльності даного підприємства.

Остаточне рішення, прийняте з цього питання, дозволяє сформувати на майбутній період показник «цільової структури капіталу», відповідно до якого буде здійснюватися подальше його формування на підприємстві шляхом залучення фінансових коштів з відповідних джерел.

ТЕМА 8 УПРАВЛІННЯ ІНВЕСТИЦІЯМИ

1. Економічна сутність і форми інвестицій.
2. Інвестиційна стратегія підприємства.
3. Управління реальними інвестиціями підприємства.
4. Управління фінансовими інвестиціями.
5. Методи оцінки ефективності фінансових інвестицій.
6. Управління формуванням портфеля фінансових інвестицій.

1

Ефективна діяльність підприємства у довгостроковій перспективі, забезпечення високих темпів їх розвитку, підвищення конкурентоздатності і адаптаційних можливостей пристосування до змін зовнішнього середовища в умовах трансформаційної економіки в значній мірі визначаються *рівнем інвестиційної активності підприємств та діапазоном їх інвестиційної діяльності.*

Велике коло питань, пов'язаних зі здійсненням *інвестиційної діяльності підприємством,* потребують достатньо глибоких знань теорії і набуття практичних навичок прийняття управлінських рішень в сфері обґрунтування інвестиційної стратегії, вибору ефективних напрямів і форм розробки програми реального інвестування і формування збалансованого портфеля фінансових інвестицій.

Знання і практичне використання сучасних методів, принципів та механізмів ефективного управління інвестиційною діяльністю дозволяє забезпечити перехід підприємств до нової якості економічного розвитку у ринкових умовах.

Інвестиції – одна з категорій, що найбільш часто використовуються в системі економічних понять як на макро-, так і на мікрорівні. Однак, не дивлячись на виключну увагу дослідників як західних економічних шкіл, так і вітчизняних, наукова думка до сих пір не відпрацювала універсальне визначення інвестицій, яке б відповідало потребам як теорії, так і практики, а також було б адекватним з позицій конкретного суб'єкта їх здійснення – держави, підприємства, домашнього господарства.

Інвестиції розглядають як вкладання коштів у реальні і (або) фінансові активи з метою отримання доходу в майбутньому.

Хоча, вважати, що *метою інвестицій* є тільки створення прибутку (доходу) не зовсім вірно, тому що серед завдань підприємства є й інші цілі – забезпечення розвитку, підвищення його ринкової вартості, тощо.

Так у монографії У. Шарпа, Г. Александера, Дж. Бейлі зазначається: «У найширшому розумінні термін *«інвестувати»* означає розлучитися з грошима сьогодні з тим, щоб отримати більшу їх суму в майбутньому».

Л. Гітман та М. Джонк, не менш відомі теоретики інвестування, визначають *інвестиції* як спосіб розміщення капіталу, який має забезпечити збереження або зростання суми капіталу.

Аналітичне визначення зустрічається і в працях українських економістів із цього питання: «Під *інвестиціями* слід розуміти вкладання капіталу в об'єкти підприємницької діяльності з метою забезпечення його зростання у майбутньому»; «*інвестиції підприємства* – це вкладання капіталу у всіх його формах в різні об'єкти (інструменти) господарської діяльності з метою отримання доходу або досягнення іншого економічного ефекту, здійснення якого базується на ринкових принципах і пов'язано з факторами часу, ризику та ліквідності».

Законом України «Про інвестиційну діяльність» *інвестиції* визначаються як усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюються прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект. Це визначення в основному відповідає міжнародному підходу до уявлення про інвестиції.

Інвестиції відіграють важливу роль в системі забезпечення ефективного функціонування підприємства, у вирішенні практично всіх стратегічних і значної частини тактичних завдань його розвитку, адже, це:

- фактор адаптації до нових вимог зовнішнього середовища;
- головне джерело формування виробничого потенціалу;
- основний механізм реалізації стратегічних цілей розвитку;
- механізм оптимізації структури активів;
- головний фактор формування довгострокової структури капіталу;
- механізм вирішення завдань соціального розвитку персоналу;
- механізм простого та розширеного відтворення основних засобів і нематеріальних, що

включає:

1) інструмент реалізації інноваційних перетворень технічного й технологічного прогресу;

2) фактор ринкової капіталізації та росту ринкової вартості підприємства.

Інвестиції які здійснюються підприємствами, характеризуються багатьма видами. В економічній теорії і господарській практиці, пов'язаній з інвестиційною діяльністю підприємств, використовується більше сотні термінів, які класифікують інвестиції за різними ознаками (таку класифікацію наводять у своїх підручниках, присвячених основам інвестування, Пересада А.А., Бланк І.О., Федоренко В.Г., Черваньов Д.М. тощо).

Для цілей вивчення питань фінансового менеджменту достатньо визначити форми інвестицій за об'єктами вкладання капіталу, згідно з якими відокремлюють реальні (капіталоутворюючі) та фінансові інвестиції підприємства.

Реальні інвестиції – це вкладання капіталу у відтворення основних засобів, в інноваційні нематеріальні активи, у приріст товарно-матеріальних цінностей та інші об'єкти інвестування, пов'язані з здійсненням операційної діяльності підприємства.

Фінансові інвестиції – це вкладання капіталу у різні фінансові інструменти, головним чином, у цінні папери, з метою отримання доходу.

Проведений огляд української літератури з питань інвестування свідчить, що етап спорів та уточнень понятійного апарату в сфері класифікації і форм інвестицій вже пройдено і він наближений до сучасної зарубіжної економічної теорії. І тому, в подальшому, характеризуючи інвестиційну діяльність підприємств, виходять з двох форм інвестицій і зосереджують увагу на управлінні реальними інвестиційними проектами та управлінні фінансовими інвестиціями підприємств.

В теорії інвестицій важливе місце займає дослідження *інвестиційної поведінки підприємства* та її моделювання з урахуванням дії різноманітних факторів внутрішнього і зовнішнього середовища. Вивчення основ формування інвестиційної поведінки підприємства являється необхідною умовою розробки інвестиційної стратегії і ефективних управлінських рішень в системі фінансового менеджменту.

Модель інвестиційної поведінки характеризує теоретичну концепцію системи мотивації суб'єктів господарювання, які збуджує їх до здійснення інвестиційної діяльності на всіх її етапах і у всіх формах. *Теорія інвестиційної поведінки* заснована на припущенні, що кожний суб'єкт господарювання поводить себе раціонально та прагне максимізувати ефект своєї інвестиційної діяльності.

Системне дослідження основ інвестиційної поведінки підприємства пов'язується з неокласичними напрямком економічної теорії, зокрема з американським економістом Ірвінгом Фішером, висновки досліджень якого полягають у визначенні системи економічних критеріїв і мотивів діяльності інвестора – максимізації доходів («ефект доходів»).

Подальші дослідження інвестиційної поведінки і створення її моделі пов'язані з Д.М. Кейнсом, який розширив систему важливіших взаємозв'язків між інвестиційною політикою держави і запропонував широкий набір економічних методів державного впливу на інвестиційну поведінку окремих суб'єктів господарювання.

Серйозний внесок в теорію інвестиційної поведінки був зроблений представниками інституціоналізму, які суттєво розширили систему мотивації інвестиційної діяльності, за рахунок неекономічних стимулів, які у виборі індивідуальних інвестиційних рішень іноді відіграють пріоритетну роль.

Сучасний синтез попередніх досліджень інвестиційної поведінки підприємства суттєво розвиває систему критеріїв і мотивації як у сфері реального інвестування, так і у сфері фінансових інвестицій. Сучасна теорія інвестицій пов'язує мотивацію з оптимізацією параметрів доходності та ризику портфеля цінних паперів інвестора на різних етапах фінансового інвестування.

Сучасна модель інвестиційної поведінки підприємства відокремлює її основні елементи:

- мотивація використання нагромадженого капіталу в інвестуванні;
- мотивація альтернативного здійснення реального або фінансових інвестицій;
- мотивація здійснення внутрішніх і зовнішніх інвестицій;
- мотивація альтернативних інвестицій – національному або міжнародному ринках;
- мотивація нагромадження власних інвестиційних ресурсів.

Отже, модель інвестиційної поведінки підприємства охоплює різні аспекти його інвестиційної діяльності, формуючи при цьому диференційовану систему мотивації окремих груп інвестиційних рішень.

1. Мотивація нагромадження власних інвестиційних ресурсів реалізується за наявності визначених економічних передумов. Однією з таких передумов є рівень доходів, які суб'єкт господарювання отримує від операційної діяльності. Цей дохід являється основним джерелом нагромадження власних ресурсів інвестування і чим вищий його рівень, тим більше можливостей у підприємства сформувавши заощадження, які будуть використані як інвестиційний капітал.

2. Другою передумовою є норма відсотка, яка формує два різних механізми мотивації нагромадження (сформульовані І. Фішером):

1) зниження норми відсотка на фінансовому ринку стимулює споживання доходів, а її зростання – ріст заощаджень («ефект заміщення»);

2) підвищення норми відсотка, а відповідно і майбутніх доходів, звужує базу поточних заощаджень у зв'язку з тим, що менша сума заощаджень, яка буде інвестована, принесе суб'єкту більший майбутній дохід («ефект доходів»).

Від того, який механізм мотивації буде, більш привабливим для підприємства, залежить рівень нагромадження власного капіталу як інвестиційного ресурсу.

3. Мотивація використання нагромадженого капіталу в інвестиційному процесі пов'язана з його здатністю генерувати інвестиційний прибуток, норма якого має тенденцію до зниження у зв'язку з тим, що продуктивність капіталу також знижується. Важливим критерієм ефективності реалізації нагромаджень в інвестиційному процесі знову ж таки виступає ставка відсотка, яка формується на фінансовому ринку. Щоб заощадження підприємства використовувались як інвестиційний, а не як кредитний ресурс, норма інвестиційного прибутку (ARR, IRR) повинна бути вище, ніж відсоткова ставка на грошово-кредитному ринку. Якщо інвестиції здійснюються за рахунок позичкового капіталу, то критерієм ефективності залучення капіталу в інвестиційний процес підприємства вважається різниця між рівнем очікуваного інвестиційного прибутку і ставкою відсотка на кредитному ринку. Низька ставка відсотка інтенсифікує процес інвестицій за рахунок залучення капіталу і навпаки.

4. Мотивація альтернативного здійснення реальних або фінансових інвестицій має досить складний механізм і пов'язана з дією багатьох економічних і неекономічних факторів.

Важливим економічним критерієм, що визначає альтернативність вибору, виступає рівень очікуваного чистого інвестиційного прибутку, на формування якого в процесі реального і фінансового інвестування ставка відсотка справляє протилежний вплив. Ще класична інвестиційна теорія зробила висновок щодо взаємозалежності відсоткових ставок на фінансовому ринку і рівня інвестиційного прибутку у реальних інвестиційних проектах: з ростом реальної ставки відсотка дисконтова на вартість капітальних активів, сформованих за рахунок інвестицій, знижується. Таким чином, мотивація вкладання капіталу у реальні інвестиційні проекти зі збільшенням ставки відсотка на фінансовому ринку суттєво знижується, тому при інших незмінних умовах підприємство зменшує обсяги реальних інвестицій. І навпаки, якщо ставка відсотка має тенденцію до зниження, дисконтована вартість майбутніх капітальних активів, які формуються за рахунок реальних інвестицій буде зростати, що посилить мотивацію збільшення обсягів реального інвестування підприємства.

Ці дві протилежні тенденції зміни чистого прибутку реальних та фінансових інвестицій залежать від зміни реальної ставки відсотка на фінансовому ринку.

За умови незмінності ставки відсотка обсяги реального та фінансового інвестування підприємства в значній мірі визначаються прогнозованим рівнем ділової активності (станом кон'юнктури) товарного та фінансового ринків.

У той же час, підприємства сфері матеріального та нематеріального виробництва повинні вкладати кошти у свої виробничі активи для підтримки потенціалу підприємства, модернізації, створення нової технологічної структури та інфраструктури та ін. В таких умовах реальне інвестування набуває пріоритет перед фінансовим інвестуванням. Деяку роль альтернативності вибору підприємством реальних і фінансових інвестицій відіграють і різні інвестиційні фактори, пов'язані з вирішенням екологічних, соціальних завдань, з підвищенням іміджу, тощо.

5. Мотивація здійснення внутрішніх та зовнішніх інвестицій, визначається тими ж економічними інтересами, які характерні інвестиціям в цілому. Здійснення внутрішніх інвестицій носить пріоритетний характер і визначається місією та стратегічними цілями розвитку підприємства.

Мотивація зовнішніх інвестицій – рівень чистого інвестиційного прибутку, який повинен бути більшим, ніж по внутрішнім інвестиціям.

Розподіл інвестицій на внутрішні та зовнішні відноситься тільки до реального інвестування, фінансові інвестиції в повному обсязі являться зовнішніми.

6. Мотивація альтернативного здійснення інвестицій на національному та міжнародних ринках базується на теоріях міжнародного поділу праці, міжнародної торгівлі, і руху капіталу і в основі яких лежить теорія порівняльних переваг Хекшера-Оліна-Самуельсона.

Головними економічними мотивами здійснення експорту інвестицій (прямих або портфельних) знову ж таки являється прагнення до отримання більш високого рівня інвестиційного прибутку, а також диверсифікація інвестиційного та комерційного ризику, мінімізація податкових виплат, тощо.

Модель інвестиційної поведінки підприємства характеризується не лише мотиваційним механізмом перелічених вище елементів. Мотивація значно посилюється або стримується під впливом макроекономічних факторів, які діють на інвестиційну активність підприємства:

- національний дохід та рівень заощаджень;
- заощадження суспільства і рівень їх використання в інвестиційному процесі;
- ставка відсотків та її динаміка;
- науково-технічний прогрес і рівень використання його досягнення у виробництві;
- інвестиційний клімат;
- інвестиційне право;
- рівень розвитку інвестиційного ринку;
- темпи інфляції валютного курсу;
- розвиток інвестиційної інфраструктури;
- фази та стадії економічного циклу.

Реалізація моделі інвестиційної поведінки підприємства потребує здійснення прогнозних розрахунків значної кількості показників – цін на окремі інвестиційні товари, інвестиційного прибутку, відсоткової ставки, темпів інфляції, тощо.

Обґрунтування прогнозних розрахунків пов'язано з «теорією раціональних очікувань», яка зародилась в рамках монетаристської школи. Згідно з цією теорією, суб'єкти господарювання базують свою прогнози різних показників окремих видів діяльності (операційної, інвестиційної, фінансової) не тільки на попередній, але і нинішній інформації, а також на інтерпретації різноманітних економічних процесів.

Суб'єкти прагнуть оптимізувати свій прогноз і це є одним з проявів раціональної економічної поведінки.

Гіпотеза раціональних очікувань визначається ефективним методологічним інструментом інвестора, який реалізує через формування інвестиційної стратегії обрану модель інвестиційної поведінки.

2

Інвестиційна стратегія являється одним з важливіших елементів загальної стратегії і стратегічного планування діяльності підприємства. В науковій літературі наводиться багато визначень поняття стратегія і його економічної сутності. Більшість точок зору зводиться до того, що *стратегія* – це всебічний комплексний план, призначений «забезпечити здійснення місії організації та досягнення її цілей» або «процес формування довгострокових цілей і розробки шляхів їх організації». Поняття *інвестиційної стратегії* виходить із загального визначення стратегії, оскільки інвестиції є невід'ємною складовою фінансово-господарської діяльності підприємства.

Інвестиційна стратегія представляє собою систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності підприємства, які визначаються загальними завданнями його розвитку та інвестиційної ідеології, а також вибір найбільш ефективних шляхів їх досягнення.

Інвестиційну стратегію можна представити як генеральний план дій в сфері інвестиційної діяльності підприємства, який визначає пріоритети її напрямків і форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей, які забезпечують передбачений загальний розвиток підприємства.

Процес розробки інвестиційної стратегії є складовою частиною загальної системи стратегічного вибору підприємства, основними елементами якого являються місія, стратегічні цілі розвитку, система функціональних стратегій за окремими видами діяльності, способи формування та розподілу ресурсів.

Необхідність розробки інвестиційної стратегії визначається рядом умов. По-перше, це *інтенсивність змін факторів зовнішнього інвестиційного середовища, без урахування яких інвестиційні рішення яких будуть неефективними і не дозволять досягнути поставлених цілей.* Серед таких факторів: зміни динаміки макроекономічних показників, темпи технологічного

прогресу, зміни кон'юнктури інвестиційного ринку і державної інвестиційної політики, форми регулювання інвестиційної діяльності, тощо. По-друге, *необхідність розробки інвестиційної стратегії пов'язана з необхідністю урахування стадії життєвого циклу підприємства*, тому що кожній зі стадій характерні свій рівень інвестиційної активності, напрямки і форми інвестування тощо. По-третє, *умовою, що визначає актуальність інвестиційної стратегії, слід вважати можливі кардинальні зміни у операційній або фінансовій діяльності, які вплинуть на обсяги інвестиційної активності підприємства і диверсифікацію форм його інвестицій*. Такі зміни повинні носити прогнозований характер і знайти відображення у чітко обґрунтованій інвестиційній стратегії.

Розробка інвестиційної стратегії на сучасному етапі базується на методологічних підходах концепції «стратегічного управління», яка відображає чітке позиціонування підприємства з точки зору взаємодії суб'єкта та об'єкта управління, характеру взаємовідносин між елементами господарської та організаційної структури і форм адаптації до змін зовнішнього середовища.

Загальна схема процесу стратегічного управління інвестиційної діяльності включає наступні взаємопов'язані складові:

1) Підприємство:

- визначення місії і поля ринкової активності;
- визначення пріоритетних напрямків інвестування;
- аналіз фінансово-господарського стану інвестиційних можливостей;
- формування стратегії розвитку;
- організація управління інвестиційним портфелем;
- реалізація інвестиційної стратегії;
- стратегічний контроль.

2) Рівні управління на підприємстві (напрямок інвестиційної діяльності):

- аналіз реалізації інвестиційних проектів;
- аналіз напрямків, форм, інструментів фінансового інвестування;
- розробка інвестиційних програм;
- організація виконання інвестиційної програми;
- реалізація і контроль за виконанням програми.

3) Продукт/ринок:

- аналіз кон'юнктури ринку;
- планування маркетингу;
- організація збуту;
- реалізація і контроль.

Таким чином, стратегічне управління інвестиційною діяльністю полягає в розробці системи заходів, взаємоузгоджених за часом, ресурсами і виконавцями спрямованих на отримання інвестиційного доходу через вкладення капіталу в найбільш перспективні з погляду кон'юнктури ринку напрямки діяльності.

Базуючись на новій парадигмі стратегічного управління, інвестиційна стратегія має забезпечити:

- механізм реалізації довгострокових цілей майбутнього економічного і соціального розвитку підприємства;
- реальну оцінку можливостей, їх максимальне використання і активне маневрування інвестиційними ресурсами;
- можливість швидкої реалізації нових інвестиційних перспектив, які виникають в процесі динамічних змін факторів зовнішнього середовища;
- реалізацію порівняльних переваг інвестування підприємства перед його конкурентами;
- чіткий взаємозв'язок стратегічного, тактичного і оперативного керівництва інвестиційною діяльністю;
- формування основних критеріальних оцінок вибору реальних інвестиційних проектів і фінансових інструментів інвестування.

Процес розробки та реалізації інвестиційної стратегії підприємства здійснюється за наступними етапами:

Стратегічні цілі підприємства:

I. Цілі інвестування:

1) Визначення довгострокових пріоритетів і шляхів їх вирішення:

- аналіз тенденцій в розвитку: продукт, виробництво, маркетинг;
- дослідження факторів зовнішнього інвестиційного середовища і кон'юнктури інвестиційного ринку.

2) Формування альтернатив інвестиційної стратегії:

- зовнішній аналіз ринку, державного регулювання та інституційних обмежень;
- внутрішній аналіз можливостей підприємства, виробничого, фінансового, кадрового потенціалу;

- система внутрішніх обмежень.

3) Формування портфеля фінансових інвестицій:

- аналіз фінансового ринку і його сегментів;
- система зовнішніх обмежень.

4) Визначення стратегії формування інвестиційних ресурсів.

5) Вибір прийнятих та ефективних варіантів.

6) Розробка системи організаційно-економічних заходів забезпечення реалізації інвестиційної стратегії.

7) Оцінка результативності обраної стратегії.

Деякі автори виділяють окремо етап формування інвестиційної політики, який дозволяє інтеграцію цілей та напрямків інвестиційної діяльності з основними механізмами їх реалізації на прогнозовану перспективу.

Взагалі, інвестиційна стратегія реалізується в ході розробки та здійснення конкретної політики управління інвестиційними процесами на підприємстві.

Система формування інвестиційної політики підприємства включає:

1) Політика управління реальними інвестиціями:

- реновації;
- інновації;
- політика інвестування оборотних активів.

2) Політика управління фінансовими інвестиціями:

- політика формування портфеля цінних паперів;
- політика формування портфеля інших фінансових інструментів.

3) Політика управління інвестиційними ризиками:

- політика управління ризиками реального інвестування;
- політика управління ризиками фінансового інвестування.

Отже, *інвестиційна політика* – форма реалізації інвестиційної ідеології та стратегії аспектів інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення.

Саме за допомогою інвестиційної політики підприємство реалізує свою можливість до передбачення довгострокових тенденцій економічного розвитку та адаптації до них.

3

Реальне інвестування є головною формою реалізації стратегії економічного розвитку підприємства. Основна мета цього розвитку забезпечується здійсненням високоефективних інвестиційних проектів, що дозволяє підприємству успішно протидіяти конкурентам, проникати на нові товарні та регіональні ринки, досягати постійного зростання ринкової вартості.

В економічній літературі зустрічаються різні класифікації форм реальних інвестицій:

1. Придбання цілісних майнових комплексів, або купівля товару-програми. Це інвестиційна операція великих підприємств, яка забезпечує процес злиття достатньо крупних фірм і призводить до галузевої, регіональної і товарної диверсифікації і їх діяльності.

2. Нове будівництво підприємства із завершеним технологічним циклом згідно розробленого і обґрунтованого інвестиційного проекту з метою кардинального нарощування обсягів операційної діяльності, створення нових піонерних товарів та проникнення на нові ринки.

3. Реконструкція і модернізація як інвестиційна операція, яка має цілком суттєве перетворення всього виробничого процесу на основі сучасних наукових, технічних, технологічних та інформаційних досягнень, що дозволяє радикально збільшити виробничий потенціал, підвищити якість продукції і оновити її асортимент.

4. Оновлення окремих видів обладнання є також інвестиційною операцією, пов'язаною із заміною або доповненням існуючого парку обладнання, окремими новими його видами, які не змінюють загальної системи технологічного процесу, але обумовлені фізичними і моральними старіннями машин та механізмів.

5. Інвестування у приріст запасів матеріальних оборотних активів (запаси сировини, матеріалів, напівфабрикатів тощо).

6. Інноваційне інвестування у нематеріальні активи ця інвестиційна операція здійснюється у двох основних формах:

1) придбання готової науково-технічної продукції, патентів на наукові відкриття, винаходи, промислові зразки й товарні знаки; придбання ноу-хау, ліцензій тощо;

2) розробка нової науково-технічної продукції (як самостійним введенням НДДКР, так і на замовлення інжиніринговими і дослідницькими венчурними фірмами).

Інновації націлені на використання в операційній діяльності нових наукових і технологічних знань для досягнення комерційного успіху, зростання конкурентоздатності тощо.

7. Інвестування у інтелектуальний потенціал і підвищення кваліфікації кадрів підприємства.

8. Інвестування у розвиток соціальної інфраструктури для досягнення соціального ефекту.

Представлена класифікація форм реального інвестування необхідна для кращого розуміння сучасних концепцій інвестиційного проектування і управління інвестиціями.

Управління інвестиційною діяльністю передбачає вирішення таких основних завдань:

- забезпечення високих темпів економічного розвитку підприємства;
- максимізація доходності інвестиційної діяльності;
- мінімізація інвестиційного ризику;
- підвищення фінансової стійкості та платоспроможності;
- максимізація вартості підприємства й забезпечення високих темпів її зростання.

Управління реальними інвестиціями є складовою частиною загальної інвестиційної стратегії підприємства, яке забезпечує підготовку, оцінку та реалізацію найбільш ефективних інвестиційних проектів.

Інвестиційний проект є організаційною формою реалізації процесу інвестування. Це поняття охоплює як стратегічне планування інвестиційної діяльності, так і практичну реалізацію щоденного оперативного управління нею.

Інвестиційний проект – багатофункціональне поняття, тому визначимо його у декількох аспектах:

1) проект – це спеціально підготовлена документація з максимально повним описом і обґрунтуванням усіх особливостей майбутнього інвестування (документований інвестиційний план);

2) проект – це комплекс заходів, які здійснює інвестор з метою реалізації свого плану нарощування капіталу. Дії інвестора мають бути оптимальними для досягнення поставлених цілей при обмеженні часових, фінансових і матеріальних ресурсів;

3) проект – це певне завдання з відповідними вихідними даними та результатами (цілями), що обумовлюють спосіб його розв'язання («Кодекс знань про управління проектами»);

4) проект – це документ, що забезпечує окремі напрямки стратегічного розвитку підприємства шляхом реального інвестування, обґрунтовує потребу у відповідних ресурсах і містить систему управлінських рішень із забезпечення найбільш ефективних форм реалізації викладених у ньому інвестиційних цілей;

5) проект – це комплексний план заходів, спрямованих на створення нового чи модернізацію діючого виробництва товарів та послуг з метою отримання економічної вигоди;

6) проект – це документ, який містить систему взаємопов'язаних у часі та просторі, узгоджених з ресурсами заходів і дій, спрямованих на розвиток економіки підприємства.

Інвестиційний проект як план стратегічних дій інвестора в обраному напрямку істотно впливає на якість та ефективність інвестування і вносить нього системність та організованість.

В системі управління реальними інвестиціями оцінка ефективності інвестиційних проектів є одним з найвідповідальніших етапів. Від того, наскільки об'єктивно проведена ця оцінка, залежать строки повернення вкладеного капіталу, варіанти альтернативного його використання, додатковий потік операційного прибутку підприємства в майбутньому періоді тощо.

Питання економічної ефективності при плануванні проектів розглядаються в різних масштабах та на різних стадіях планування. Відповідно розрізняють і методи, що застосовуються на окремих етапах планування та оцінки:

- на етапі проведення технічного аналізу та при плануванні фінансування проекту, коли відомі не всі умови підприємницької діяльності, вибір здійснюється на практиці за допомогою спрощеного часткового аналізу;

- на вирішальній стадії оцінки необхідно розглянути проект в цілому, приймаючи до уваги результати часткового аналізу, а потім прийняти позитивне або відхиляюче проект рішення. Це здійснюється за допомогою глобальних моделей. Глобальними вони називаються тому, що дозволяють враховувати всі умови фінансової сфери.

Ефективність проекту характеризується системою показників, які виражають співвідношення вигід і витрат проекту з погляду його учасників.

Виділяють такі *показники ефективності інвестиційних проектів*:

1) *показники комерційної ефективності* – враховують фінансові наслідки реалізації проекту для його безпосередніх учасників;

2) *показники економічної ефективності* – враховують народногосподарські вигоди й витрати проекту, включаючи оцінку екологічних і соціальних наслідків, і допускають грошовий вимір;

3) *показники бюджетної ефективності* – відображають фінансові наслідки здійснення проекту для державного й місцевого бюджетів.

Ефективність проекту характеризується системою показників, які виражають співвідношення вигід і витрат (потоків грошових коштів) проекту з погляду його учасників. До найпростіших показників ефективності інвестицій відносять:

- капіталовіддачу (річні продажі, поділені на капітальні витрати);

- оборотність товарних запасів (річні продажі, поділені на середньорічний обсяг товарних запасів);

- трудовіддачу (річні продажі, поділені на середньорічну кількість зайнятих робітників і службовців).

Однак ці показники відносять до числа показників моментного статичного ряду і не враховують динамічних процесів у їх взаємозв'язку.

Для оцінки ефективності інвестицій доцільніше використовувати показники, які дають змогу розрахувати значення критеріїв ефективності інвестиційного проекту (ІІ), беручи до уваги комплексну оцінку вигід і витрат, зміну вартості грошей у часі й інші чинники.

До неформальних критеріїв оцінки й вибору ІІ відносяться:

- рейтинг країни на основі оцінки інвестиційного клімату;
- рівень здібностей управлінського персоналу до реалізації проекту;
- рівень розвитку інфраструктури, що забезпечує реалізацію проекту (транспорт, зв'язок, готельний сервіс).

Практика оцінки ефективності проектних рішень має в своїй основі такі принципи:

- оцінка можливості інвестування базується на зіставленні грошового потоку, що формується в результаті реалізації проекту, і вкладень, необхідних для його здійснення;
- приведення інвестиційного капіталу і грошового потоку до єдиного розрахункового року (що, як правило, передує початку проекту);
- дисконтування грошових потоків здійснюється за ставками дисконту, що відображають альтернативну вартість капіталу.

В системі управління реальними інвестиціями оцінка доцільності та ефективності інвестиційних проектів визначається як один з найбільш відповідальних етапів. Адже, Інвестиційні вкладення доцільні, якщо:

- 1) додатковий ГП від реалізації проекту достатній для повернення початкової суми капітальних вкладень;
- 2) відбувається забезпечення необхідної віддачі на вкладений капітал.

Міжнародна практика оцінки ефективності інвестицій базується на концепції зміни вартості грошей у часі і в її основі лежать наступні принципи:

1. Ефективність використання інвестованого капіталу оцінюється шляхом зіставлення грошового потоку (cash-flow), який генерується в процесі реалізації інвестиційного проекту, і початкових інвестиційних витрат. Проект визначається ефективним, якщо забезпечується повернення навчальної суми інвестицій і норма дохідності, прийнятна для інвесторів, які надали капітал.

2. У процесі оцінки суми інвестиційних витрат і чистих грошових потоків повинні бути приведені до теперішньої вартості, тобто продисконтовані.

3. Процес дисконтування капітальних вкладень і грошових потоків здійснюється за різними ставками дисконту, які визначаються в залежності від особливостей інвестиційних проектів і в яких враховуються структура інвестицій і вартість окремих складових капіталу.

Всі методи оцінки базуються на таких положеннях:

- початкові інвестиції при реалізації інвестиційного проекту генерують грошові потоки (CF_1, CF_2, \dots, CF_n);
- інвестиції визнаються ефективними, якщо цей потік забезпечує повернення початкових інвестицій і необхідну інвестору норму дохідності на вкладений капітал.

Методи оцінювання інвестиційних проектів включають:

1) *При умовах визначеності економічного середовища:*

- метод чистої приведеної вартості (NPV);
- метод дисконтованого періоду окупності інвестицій (DPP);
- метод визначення і оцінки індексу рентабельності (PI);
- метод оцінки внутрішньої норми прибутковості інвестицій (IRR);
- метод визначення коефіцієнту вигід/витрат (BCR);
- метод визначення модифікованої внутрішньої норми рентабельності (MIRR);
- метод критерію еквівалентного ануїтету.

2) *При умовах невизначеності економічного середовища:*

- модель оцінки капітальних активів (CAPM);
- арбітражна теорія оцінки;
- метод порівняння прибутковості проекту із середньозваженою вартістю капіталу (WACC);

- концепція стратегічної чистої поточної вартості (спрощений метод дисконтування);
- метод визначення доданої економічної вартості (EVA).

Разом з показниками оцінки ефективності інвест проектів, які базуються на дисконтних методах розрахунку і які потребують обов'язкового дисконтування інвестиційних витрат і

грошових потоків, використовуються статичні (бухгалтерські) показники, розрахунок яких не вимагає дисконтування у часі, наприклад, коефіцієнт рентабельності або період окупності (ARR-accounting rate of return; PP-payback period).

Інтегральні показники, основані на концепції дисконтування, та які найбільш часто використовуються при обґрунтуванні доцільності і ефективності інвестиційних проектів:

1. Метод чистої теперішньої вартості.

Чиста теперішня вартість (NPV) – дорівнює різниці між майбутньою вартістю потоку очікуваних вигід і поточною вартістю нинішніх і наступних витрат проекту протягом усього його циклу.

NPV являє собою дисконтовану цінність проекту (поточну вартість доходів або вигід від зроблених інвестицій).

Якщо, NPV більше за нуль – проект можна рекомендувати для фінансування; якщо NPV рівне нулю – надходжень від проекту вистачить лише для відновлення вкладеного капіталу; якщо NPV менше за нуль – проект не приймається.

Інтерпретація величини чистої поточної вартості може бути різною в залежності від цілей інвестиційного аналізу і характеру ставки дисконтування. Здебільшого NPV характеризує абсолютну величину сумарного ефекту, що досягається при здійсненні проекту, обчисленого на момент ухвалення рішення за умови, що ставка дисконтування відбиває вартість капіталу.

Таким чином, у випадку позитивного значення NPV, проект визнається привабливим з інвестиційної точки зору, нульове значення відповідає рівноважному стану, а негативна величина NPV свідчить про невикористаність проекту для потенційних інвесторів.

Основні переваги NPV:

- усі розрахунки проводяться на основі грошових потоків, а не чистих доходів;
- є можливість безпосередньо визначити ефект від проекту;
- можна оцінити сумарні чисті вигоди від декількох незалежних проектів.

Основні вади NPV:

- розрахунок NPV вимагає детального прогнозу грошових потоків на строк життєвого циклу проекту;
- не визначає величину рентабельності проекту;
- труднощі прогнозування ставки дисконтування;
- не відображає відносну міру приросту цінності в результаті реалізації проекту.

2. Метод внутрішньої норми рентабельності.

Внутрішня норма рентабельності (IRR) – дорівнює максимальному відсотку за позиками, який можна платити за використання необхідних ресурсів, залишаючись при цьому на беззбитковому рівні.

IRR є ставкою дисконту, при якій NPV проекту дорівнює нулю.

Якщо значення IRR проекту для приватних інвесторів більше за існуючу ставку рефінансування банків, а для держави – за нормативну ставку дисконту, і більше за IRR альтернативних проектів з урахуванням ступеня ризику, то проект може бути рекомендований для фінансування.

При застосуванні IRR виникають такі труднощі:

- неможливо дати однозначну оцінку IRR проектів, у яких зміна знаку NPV відбувається більше одного разу;
- при аналізі проектів різного масштабу IRR не завжди узгоджують з NPV;
- застосування IRR неможливе для вибору альтернативних проектів відмінного масштабу, різної тривалості й неоднакових часових проміжків.

3. Коефіцієнт вигід/витрат.

Коефіцієнт вигід/витрат (BCR) є відношенням дисконтованих вигід до дисконтованих витрат.

Критерій відбору проектів полягає в тому, щоб вибрати всі незалежні проекти з коефіцієнтами BCR, більшими або рівними одиниці.

При застосуванні цього критерію слід пам'ятати, що коефіцієнт BCR має такі недоліки:

- може давати неправильні ранжирування за перевагою навіть незалежних проектів;
- не годиться при виборі взаємовиключних проектів;
- не показує фактичну величину чистих вигід.

Основною перевагою BCR є можливість швидкого з'ясування значень критерію для оцінки впливу на результати проекту рівнів ризиків і непевностей.

Основні недоліки BCR:

- може давати неправильні ранжирування за перевагою навіть незалежних проектів;
- не годиться для використання при виборі взаємовиключних проектів;
- не показує фактичну величину чистих вигід.

4. Індекс прибутковості (PI) – це відношення суми наведених ефектів (різниця вигід і поточних витрат) до величини інвестицій.

Рентабельність інвестицій – показник, що відображає міру зростання цінності фірми в розрахунку на 1 грн. од. інвестицій.

Індекс прибутковості тісно пов'язаний з NPV:

- якщо NPV позитивна, то й PI більше за 1;
- якщо PI більше за 1, проект ефективний;
- якщо PI менше за 1 – проект не забезпечує отримання мінімального прибутку;
- якщо PI рівне 1, тоді NPV рівне нулю.

5. Модифікована внутрішня норма рентабельності (MIRR) – дорівнює ставці дисконту, при якій чиста вартість капітальних витрат дорівнює майбутній вартості вхідних грошових потоків, що реінвестують за ціною капіталу.

6. Період окупності (PP) – кількість часу, необхідна для покриття витрат на той чи інший проект або для повернення коштів, вкладених підприємством за рахунок коштів, одержаних в результаті основної діяльності по даному проекту.

У проектах, що служать понад рік, строк окупності завжди припускає дисконтування на підставі цінності грошей за часом.

Порівнюючи два чи більше проектів, перевагу надають проектам з коротшим періодом окупності. Проте ухвалені проекти не повинні перевищувати необхідний період окупності, який потрібно визначити заздалегідь.

Основний недолік методу періоду окупності полягає в тому, що він зовсім не враховує зміну вартості грошей з часом. Дія цієї методики не робить різницю між 1000 грн. грошового потоку за перший рік і такою ж сумою за другий рік. До того ж методика періоду окупності не враховує грошових потоків після того, як початкові інвестиції вже окупилися. Через ці хиби метод періоду окупності не може вважатися досконалим підходом для оцінки доцільності інвестицій.

7. Дисконтований термін окупності (DPP) – це час, за який приведені (дисконтовані) капітальні витрати за проектом будуть відшкодовані приведеними (дисконтованими) чистими вигодами, які надходять від його експлуатації.

Кроки для визначення DPP:

- 1) дисконтування майбутніх грошових потоків;
- 2) визначення середньорічної суми грошових потоків у теперішній вартості;
- 3) визначення дисконтованого періоду окупності шляхом ділення суми інвестиційних витрат на середньорічну суму продисконтованих грошових потоків.

Показник DPP використовується для порівняльної оцінки ефективності проектів і як критеріальний.

Обираються інвестиційні проекти, які мають менший дисконтований період окупності, якщо DPP перевищує термін реалізації проекту, проекти будуть визнані за цим критерієм неефективними.

Недоліком цього показника визнається те, що він не враховує грошові потоки, які формуються після періоду окупності, але за інвестиційними проектами з тривалими термінами експлуатації після періоду їх окупності може бути отримана значно більша сума грошових потоків, ніж за інвестиційними проектами з короткими термінами.

Наприкінці XX ст. – початку XXI ст. з'явився новий метод оцінювання інвестицій – концепція доданої економічної вартості (**economical value added, EVA**). Сьогодні EVA вдало сполучає простоту і можливість визначення вартості компанії, а також мотивує управлінський персонал до прийняття ефективних інвестиційних рішень.

EVA є індикатором якості управління: постійна позитивна величина цього показника свідчить про зростання вартості компанії, тоді як від'ємна – про її зниження.

Концепція економічної доданої вартості базується на тих же принципах, які використовуються при традиційному NPV-аналізі, що дозволяє розглядати показник EVA в якості альтернативи.

Базовим положенням концепції EVA є створення більшої вартості для інвестора, коли операційний дохід перевищує середньозважену вартість капіталу, що використовується, в абсолютному розмірі.

$$EVA = EBIT * (1 - T) - K_w * C, \quad (8.1)$$

де EVA – економічна додана вартість; EBIT – величина доходу до виплати податків і відсотків; C – величина капіталу; T – ставка оподаткування доходу; K_w – середньозважена вартість капіталу фірми.

Які переваги має метод EVA? Якщо традиційний NPV-аналіз потребує розрахунку та прогнозування величини інвестицій з точними визначенням обсягу і часу майбутніх грошових потоків за періодами, то розрахунок EVA можливо проводити за кожним окремим періодом функціонування підприємства без додаткового урахування минулих подій і провіщання майбутнього, а виходячи з визначеної на підставі бухгалтерських даних величини задіяного капіталу. За допомогою EVA значно легше проводити порівняльний аналіз прогнозованих показників інвестиційного проекту з фактично досягнутими.

У проектному аналізі правила оцінки та порівняння цінності проекту порівняно з іншими проектами, а також аналіз фінансової привабливості проекту за умов обмеженості ресурсів називають критеріями рішень. Використання критеріїв ефективності інвестиційного проекту допомагає аналітикові прийняти єдине правильне рішення: ухвалити, відхилити чи переорієнтувати проект.

Вибір конкретного критерію для висновку про ефективність проекту залежить від певних чинників, зокрема:

- наявної ринкової перспективи;
- існування обмежень на ресурси для фінансування проекту;
- коливань грошових потоків і можливості одержання прибутку;
- складності проекту;
- його тривалості;
- доступності та повноти інформації;
- рівня підготовки фахівців, що здійснюють цей аналіз та ін.

Проте за наявності можливості вибору методу для оцінки реальних інвестиційних проектів варто зупинитися на тому з методів, який задовольняє якнайбільше критеріїв.

До критеріїв, що відображають позитивної оцінки методів аналізу інвестиційних проектів відносяться такі, що:

- враховують вартість грошей у часі;
- враховують ризик, пов'язаний з інвестицією;
- беруть до уваги повну тривалість економічного життя проекту;
- присутня наявність правила щодо прийняття рішення за отриманим результатом;
- мають націленість на грошові потоки.

Порівняння інвестиційних проектів при прийнятті інвестиційних рішень є найбільш складним завданням. Навіть після того, як показники цінності інвестиційних проектів, що були обрані як критерії, визначені на їх ґрунті, далеко не завжди можна встановити однозначну пріоритетність інвестиційних проектів.

Можна сформулювати такі рекомендації щодо вибору інвестиційних проектів:

- 1) Якщо існують бюджетні обмеження, то:
 - ранжування стандартних ІІ доцільно проводити за варіантами критерію BCR або за критерієм IRR;
 - ранжування нестандартних ІІ доцільно проводити за варіантами критерію BCR або за критерієм MIRR.
- 2) Якщо бюджетних обмежень не існує:
 - ранжування стандартних ІІ доцільно проводити за критеріями NPV та IRR;
 - доцільно проводити за критеріями NPV та IRR;
- 3) Якщо ІІ є такими, що виключають один одного, то доцільно використовувати критерій NPV.
- 4) Якщо існує високий ступінь невизначеності щодо майбутнього, то доцільно використовувати критерій PP.
- 5) Якщо існують труднощі щодо представлення в грошовій формі вигод, то доцільно використовувати критерій найменших витрат.

Нерідко для відбору варіантів проекту та прийняття рішення щодо його здійснення необхідно використовувати неформальні процедури для врахування значень усіх факторів та взаємозв'язків, що дозволяють зробити висновок про доцільність реалізації проекту.

При виборі проекту фірмою-інвестором повинна бути визначена своя *система пріоритетів*, яка може включати такі можливі варіанти:

- суспільну значущість проекту;
- вплив на імідж компанії-інвестора;
- відповідність меті інвестора;
- ринковий потенціал продукту, що створюється;
- відповідність фінансовим та організаційним можливостям інвестора;
- екологічність та безпечність проекту;
- рівень ризику;
- відповідність нормативно-правовому середовищу реалізації проекту.

Проекти, що претендують на пріоритетність, мають аналізуватися на базі багатосторонньої експертної оцінки.

До експертно-аналітичних методів оцінки відноситься:

- побудова дерева цілей (яке є розвитком відповідних завдань цільового критеріального комплексу);
- побудова дерева проблем;
- аналіз достатності існуючих організаційних структур.

Рішення приймається з урахуванням багатьох різноманітних характеристик проекту та його учасників, що носять кількісний або якісний характер. Частина цих характеристик стосується економічних, екологічних і соціальних наслідків реалізації проекту і економіки, регіону, галузі.

Критерії відбору інвестиційних проектів умовно поділяються на такі:

- цільові критерії;
- зовнішні та екологічні критерії;
- критерії реципієнта, що здійснює проект;

- критерії науково-технічної перспективності;
- комерційні критерії;
- виробничі критерії;
- ринкові критерії;
- критерії регіональних особливостей реалізації проекту.

Кожна з груп критеріїв відбору інвестиційних проектів поділяють на:

- обов'язкові;
- оціночні.

Невідповідність обов'язковим критеріям супроводжується відмовою від участі в проекті.

Кожному з використаних критеріїв експерт дає оцінку, наприклад, за трибальною шкалою – «низька» або «1»; «середня» або «2»; «висока» або «3».

Процедура оцінки критеріїв вимагає визначення величини цього критерію:

- для всього проекту;
- для окремих його учасників.

У разі визначення цільових критеріїв необхідно пов'язати їх з соціально-економічною ситуацією в країні, регіоні та виявити можливі пріоритети розвитку.

Відбір проектів проводиться після виконання двох обов'язкових процедур:

- визначення переліку пріоритетних напрямів;
- формування програм реалізації пріоритетів.

4

Фінансові інвестиції є активною формою ефективного використання тимчасово вільного капіталу.

До основних форм фінансового інвестування відносяться такі як:

- вкладення капіталу в статутні фонди спільних підприємств;
- вкладення капіталу у доходні види фондових документів;
- вкладення капіталу у доходні види грошових документів.

До традиційних активів відносяться акції та облігації. Саме вони є основними інструментами формування капіталу одними підприємствами і напрямками його розміщення для інших.

Власник акцій формально не вважається власником підприємства. Він не має права вилучати свою частку з виробництва, оскільки та не має самостійного значення. В разі, коли акціонер з тих чи інших причин захоче позбутися належних йому акцій, він може або повернути їх самому товариству (в акціонерних товариствах закритого типу), або продати на ринку цінних паперів (коли це акції товариства відкритого типу).

Облігація – це основний вид боргових зобов'язань, згідно з яким позичальник (емітент) повинен сплатити певну суму кредиторам (власникам) по завершенні визначеного терміну і суму щорічного доходу у вигляді фінансового або плаваючого відсотка. Зміна плаваючого відсотку відбувається згідно з установленими правилами. Саме тому облігації називають цінними паперами з фіксованим доходом.

Облігації є цінними паперами, які можуть випускати держава, підприємства і іноземні організації на певний, наперед визначений період часу, після цього вони підлягають викупу емітентом за номінальною вартістю. Власник облігацій, будучи кредитором, одержує щорічно (щопіврічно, щоквартально) фіксований відсоток від їх номінальної вартості.

На відміну від акцій, за облігаціями гарантується сплата відсотка у встановлений строк, але його розмір, як правило нижчий від дивідендів.

Особливу увагу потрібно приділяти методам оцінки реальної вартості окремих видів фінансових вкладень. Вартість, що визначається сумою доходів, які цінні папери можуть принести їх власникові. *Вартість цінних паперів* – вартість, як і будь-яких інших товарів в умовах ринку, визначається за попитом на них та їх пропозицією. Котирування цінних паперів на біржі дозволяє визначити їх ринкову ціну (курс акцій, курс облігацій).

Вартість цінних паперів залежить від трьох чинників: доходів від цінних паперів, темпів зміни доходів, ризику або невпевненості щодо доходів. З них найбільш невизначеним чинником є оцінка ризику, особливо в умовах нестабільності економіки. Під час оцінювання вартості цінних паперів рівень ризику враховує дисконтна відсоткова ставка. Варто пам'ятати, що чим більший ризик, тим непевніші доходи і тим більша відсоткова ставка. Єдиним теоретичним підходом для оцінювання вартості цінних паперів є такий: вартість цінних паперів визначають як теперішню вартість усіх майбутніх надходжень від них.

Дохідність облігації визначається двома факторами: винагородою за представлений емітенту займ (купонними виплатами) і різницею між ціною погашення і придбання паперу.

Дохідність акції визначається двома факторами: одержанням частини розподіленого прибутку акціонерного товариства (дивідендом) і можливістю продати папір на фондовій біржі за ціною, вищою ціни придбання.

Дохід акціонера від зростання курсової вартості акції може бути реалізований тільки в разі продажу акції за новою, вищою ціною. Він дорівнює приростові капіталу. Це потенційно можливий дохід акціонера. Якщо ж власник не продає акції, то реальний дохід від неї обчислюють за формулою:

$$D_a = (CД/Ц_n) * (T/365) * 100, \quad (8.2)$$

де СД – дивіденди за рік, грн.; Ц_н – номінальна чи купівельна ціна акції, грн.; Т – час володіння акцією протягом року, днів.

Коли для обчислення річного доходу замість номінальної ціни акції враховується її курсова (ринкова) чи купівельна ціна, отриманий показник називається дивідендною віддачою акції.

Оцінка ефективності того чи іншого фінансового інструменту інвестування зводиться до оцінки його реальної вартості, яка забезпечує отримання норми інвестиційного прибутку.

5

Оцінку фінансових інвестицій здійснюють аналогічно капітальним, шляхом зіставлення обсягу інвестиційних витрат, з одного боку, із сумою грошового потоку від здійснення такого інвестування, з іншого. Особливість такого зіставлення полягає в тому, що при фінансових інвестиціях у сумі грошових потоків відсутні амортизаційні відрахування.

Власники привілейованих акцій регулярно одержують фіксовані дивіденди від компаній, які випускають акції. Вартість привілейованих акцій можна визначити дисконтуючи суму дивідендів за нескінченний період.

Щоб купити акції тієї чи іншої корпорації, необхідно мати інформацію про її фінансовий стан. Такий аналіз здійснюють на основі таких показників:

- розмір чистого доходу, який припадає на одну акцію;
- коефіцієнт виплачуваності;
- коефіцієнт «ціна-дохід» (прибуток);
- коефіцієнт рентабельності акціонерного капіталу за чистим доходом.

Дивіденди фірми можуть зростати щорічно постійними темпами. Ціну звичайних акцій з постійними темпами приросту дивідендів (особливо характерна така ситуація для країн з інфляційною економікою), причому щорічні темпи приросту розміру дивідендів однакові (що вважається нормальним явищем), можна визначити, якщо дисконтувати майбутні дивіденди за необхідною ставкою доходу.

До придбання тих чи інших облігацій, інвестору необхідно з'ясувати, яка прибутковість облігації та чи не за завищену ціну пропонується купити цю облігацію.

Основна мета формування інвестиційного портфеля полягає у забезпеченні реалізації найдоходніших фінансових інвестицій.

До основних типів фінансових портфелів відносяться:

- портфель доходу;
- портфель росту;
- агресивний портфель;
- компромісний портфель;
- консервативний портфель.

Метою оптимізації портфеля цінних паперів є формування такого портфеля цінних паперів, який би відповідав вимогам підприємства як за дохідністю, так і за ризикованістю, що досягається шляхом збільшення кількості цінних паперів у портфелі.

Кожне підприємство, що бажає розмістити вільні кошти на фондовому ринку, має свою шкалу оцінки ризику та дохідності. Висока дохідність для одного підприємства може показатися низькою для другого.

Підприємства вкладають свої капітали в цінні папери з метою отримання прибутків і збереження капіталу від інфляції.

Щоб сформувати ефективний інвестиційний портфель цінних паперів, необхідно знати характеристики і значення різних видів цінних паперів, правила їх випуску, обігу, обліку, оподаткування та інші аспекти. При формуванні свого інвестиційного портфеля цінних паперів підприємство повинно забезпечити безпечність вкладення капіталу в цінні папери, задану прибутковість вкладень, зростання капіталу та його ліквідність.

Залежно від поєднання різних вимог до вкладення капіталу в цінні папери розрізняють такі види портфеля цінних паперів:

- традиційний консервативний портфель;
- ризикований або агресивний портфель;
- комбінований портфель цінних паперів, який поєднує в собі елементи і ризикованого і традиційного портфеля.

Основним принципом оптимізації портфеля цінних паперів є принцип диверсифікації вкладень, тобто складення між безліччю різних за інвестиційними якостями цінних паперів з метою зниження ризику загальних втрат і підвищення сукупної прибутковості.

Ризикований портфель цінних паперів створюється звичайно на строк не менше 6 місяців. Для того, щоб ризик вкладення у такий портфель міг компенсуватися можливістю отримання високого прибутку, сума вкладення за оцінками західних експертів повинна бути в межах 200-300 тис. грн.

Комбінований портфель цінних паперів знижує ризик вкладень капіталу, але також вимагає солідних стартових сум вкладення і на довгий період часу (більше 6 місяців).

Традиційний консервативний портфель цінних паперів у класичному вигляді складається за допомогою вільних грошових коштів підприємства і короткострокових вкладень у вигляді корпоративних акцій і облігацій та державних цінних паперів.

При формуванні портфеля простих акцій інвестору доводиться долати багато невизначеностей:

- невідомі заздалегідь майбутні фінансові результати емітента;
- невідомі заздалегідь час і величина виплати майбутніх дивідендів за акціями;
- невідомі заздалегідь ступінь ризику при інвестуванні в дані цінні папери.

Для усунення невизначеності при інвестуванні коштів в акції теорія і практика ринкового господарювання виробила визначені підходи до оцінки їх вартості:

- метод капіталізації чистого прибутку;
- метод капіталізації дивідендів;
- метод капіталізації грошових потоків.

Найбільш простою формулою визначення вартості акції є формула капіталізації прибутку:

де P – теперішня вартість майбутнього доходу (чистого прибутку на акцію); r – очікуваний (середній за період) майбутній чистий прибуток на акцію; S – норма капіталізації або норма ризику.

Вкладення в цінні папери, якими управляють як одним цілим, розглядаються в якості портфеля цінних паперів.

Структура портфеля відображає визначене поєднання інтересів інвесторів, а також консолідує в тій чи іншій мірі ризику за деякими цінними паперами. Це дозволяє розглядати портфель як цілісний об'єкт управління, що в свою чергу передбачає таке: визначення задач, які стоять перед портфелем у цілому; розробку і реалізацію стратегії та тактики вирішення цих задач.

Тип портфеля – це його узагальнена характеристика з позицій задач, які стоять перед ним, чи видів паперів, які входять у портфель.

До цінних паперів, які є об'єктом портфельного інвестування, відносяться:

- акції АТ;
- державні боргові зобов'язання (облігації, розміщені серед юридичних осіб, облігації місцевих органів влади);
- дохідні цінні папери;
- комерційні папери;
- депозитні сертифікати банків, чеки, ощадні сертифікати банків тощо.

Розрізняють декілька типів портфелів:

1) *портфель зростання*, що орієнтований на акції, а курсова вартість швидко зростає. Мета – приріст капіталу інвесторів. Ось чому власникам портфеля дивіденди можуть виплачуватись у невеликому розмірі чи зовсім не виплачуватись;

2) *портфель доходу*, метою якого є отримання високих поточних доходів. Відношення стабільно виплачуваного відсотка та курсової вартості цінних паперів, які входять у цей портфель, вище ринкового. Відповідно їх курсова вартість зростає повільніше;

3) *портфель ризикового капіталу* – портфель, що складається переважно з цінних паперів молодих компаній агресивного типу, які обрали стратегію швидкого розширення;

4) *збалансований портфель*, що складається частково із цінних з швидкозростаючим курсом, частково з високодохідних цінних паперів. В цьому портфелі можуть знаходитися і високоризикові цінні папери. Мета – приріст капіталу і отримання високого доходу, відповідно до чого і загальні ризику будуть збалансованими. Такий тип портфеля частіше обирають інвестиційні фонди, оскільки він точно відповідає меті їх діяльності;

5) *спеціалізований портфель*, за яким цінні папери об'єднані не за загальним цільовим, а за більш особистими критеріями (вид ризику, вид цінних паперів, галузева чи регіональна належність), наприклад:

- портфель стабільного капіталу і доходу (однорідні портфелі, коротко- та середньострокових депозитних сертифікатів);
- портфель короткострокових фондів (такий портфель характерний для взаємних фондів грошового ринку);
- портфель середньо- та довгострокових фондів з фіксованим доходом (сформований, як правило, з облігацій);
- регіональний чи галузевий портфель;
- портфель іноземних цінних паперів.

Тип портфеля не є чимось постійним, він змінюється в залежності від стану ринку і відповідних змін цілей інвесторів.

З урахуванням української специфіки система цілей портфеля може бути представлена таким чином:

- збереження і приріст капіталу;

- придбання цінних паперів, які за умовами обігу можуть замінювати готівку;
- доступ через придбання цінних паперів до дефіцитних продуктів і послуг, майнових і немайнових прав;

- розширення сфери впливу і перерозподілу власності, створення холдингових та ланцюгових структур;

- спекулятивна гра на коливаннях курсів;

- дохідні цілі (зондування ринку, страхування від надмірних ризиків тощо).

Для кваліфікованого управління портфелем необхідно керуватися відповідною портфельною стратегією, яка визначається:

- типом і цілями портфеля;

- станом ринку, його активністю, динамікою відсоткової ставки та курсовою вартістю цінних паперів;

- діючими законодавчими пільгами та обмеженнями;

- загальноекономічним станом (у тому числі такими факторами як фази економічних циклів, рівень інфляції);

- необхідністю підтримувати рівень ліквідності та мінімізацію ризиків;

- типом стратегії (коротко-, середньо- та довгостроковістю).

Одним з основних способів зменшення ризику портфельних інвестицій є *диверсифікація портфеля* – таке комбінування його елементів, при якому досягається мінімізація ризику при збереженні можливого доходу.

Диверсифікація заснована на розбіжностях у коливаннях доходів та цін на об'єкти інвестування. Очікувана норма доходу з портфеля інвестицій представляє собою середньозважену величину по кожній окремій групі інвестицій, які входять у цей портфель.

Для формування диверсифікованого портфеля слід враховувати коефіцієнт кореляції між складовими його цінних паперів. При підборі цінних паперів таким чином, щоб їх доходність коливалась у протифазі теоретично можливо сформувати портфель з нульовим ризиком.

ТЕМА 9 УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РИЗИКАМИ

1. Ризики у фінансово-господарській діяльності суб'єктів господарювання.

2. Класифікація фінансових ризиків.

3. Способи оцінки рівня ризику.

4. Стратегія і тактика управління ризиками.

1

Адекватність та ефективність моделі фінансового менеджменту на підприємстві потребам ринкового середовища передбачає органічну інтеграцію до структури такої моделі функціонально-організаційного блоку, на який буде покладено завдання управління сукупністю ризиків, що виникають у процесі здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання, при цьому управління такими ризиками спрямоване, перш за все, на забезпечення стабільності фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, а також підтримання належного рівня його конкурентоспроможності у короткостроковій та довгостроковій перспективах, досягнення таких цілей можливе за умови виконання таких вимог, зокрема:

1) належне обґрунтування управлінських фінансових рішень та оцінка рівня ризику, який пов'язаний із виконанням таких рішень;

2) визначення та аналізу взаємозв'язку між ідентифікованим ризиком та іншими параметрами фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання;

3) обґрунтування доцільності прийняття ризику та розрахунок максимальної величини утримання ризику;

4) пошук методів нейтралізації ризику та оцінки їх ефективності для кожної окремої господарської операції та/або їх сукупності і, нарешті;

5) забезпечення уникнення, покриття або ж перерозподілу ризиків підприємницької діяльності суб'єкта господарювання у просторі та часі.

Зважаючи на той факт, що джерелом усієї сукупності ризиків, які формуються в результаті здійснення операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єктом господарювання, є будь-яке управлінське фінансове рішення щодо тієї чи іншої господарської операції, яка здійснюється в рамках згаданих вище напрямків діяльності підприємства, управління ризиками є об'єктивною необхідністю та обов'язковою умовою ефективності моделі фінансового менеджменту на підприємстві.

Модель управління фінансовими ризиками в структурі фінансового менеджменту поєднує в собі такі елементи як:

- операційну діяльність;
- інвестиційну діяльність;
- фінансування;
- контролінг;
- ризик-менеджмент.

Існування невизначеності при прийнятті управлінських фінансових рішень, а також ризику, що пов'язаний із їх виконанням, постає об'єктивна проблема формування адекватної системи виявлення, ідентифікації, оцінки та нейтралізації відповідних ризиків реалізації операційної, інвестиційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання – *моделі управління ризиками* (Risk Management Model), у тому числі фінансовими.

Об'єктивна необхідність дослідження та вивчення сукупного ризику суб'єкта господарювання пояснюється тим фактом, що будь-яка операційна, інвестиційна та фінансова діяльність такого суб'єкта господарювання у ринковому середовищі здійснюється виключно в умовах загрози формування негативних фінансових результатів – збитків, це, у свою чергу, дозволяє говорити про існування своєрідних центрів формування ризиків, на основі яких можна структурувати три узагальнюючі рівні (напрямки) центрів формування ризику.

Центр формування ризику – це системо-утворююча сукупність факторів формування ризиків суб'єкта господарювання при здійсненні господарських операцій в рамках операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, їх якісних характеристик, також визначення основних їх кількісних параметрів.

Формування моделі управління ризиками суб'єкта господарювання, забезпечення її адекватності та ефективності передбачає використання в якості функціонально-організаційного блоку системи методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання.

Використання фінансово-математичних методів кількісної оцінки ризиків суб'єкта господарювання тісно пов'язано із системою показників та факторів, що визначають параметри реалізації моделі управління ризиками, основними завданнями якої є:

- аналіз господарських операцій;
- ідентифікація ризиків підприємства;
- оцінка ризиків;
- формування стратегії нейтралізації ризику;
- контроль реалізації стратегії.

В сучасній практиці корпоративних фінансів для кількісної оцінки сукупного ризику та окремих його складових можуть використовуватися ціла сукупність різноманітних фінансово-математичних моделей, найбільш розповсюдженими серед яких є середнє квадратичне відхилення або дисперсія очікуваної величини цільового показника для кількісної оцінки ризиків, пов'язаних із активами, що мають активний ринок обігу.

Обґрунтування, прийняття та виконання управлінських фінансових рішень у рамках моделі управління ризиками суб'єкта господарювання має відповідати певним критеріям, що корелюють із відповідними цілями фінансово-господарської діяльності суб'єкта

господарювання, зафіксованими у його статутних документах, а також його корпоративній та фінансовій стратегіям та враховувати фактори, які впливають на рівень його сукупного ризику:

1) *операційні ризики:*

- постачання;
- виробнича сфера;
- збут;

2) *інвестиційні ризики:*

- інвестиційний портфель;
- премія за ризик;
- ліквідність;

3) *фінансові ризики:*

- структура капіталу;
- відсотки за кредитами;
- розрахунки та дюрація.

Порівнюючи особливості узгодження загальних цілей фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання із умовами невизначеності ринкового середовища, необхідно усвідомлювати, що критерії прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності мають ряд особливостей, у тому числі:

1) сукупність критеріїв є органічною складовою моделі управління ризиками суб'єкта господарювання;

2) порядок застосування критеріїв визначається системою цілей та завдань моделі управління ризиками як функціонально-організаційного блоку фінансового менеджменту господарювання;

3) об'єктом застосування критеріїв являються якісні та кількісні параметри управлінських фінансових рішень тощо.

Отже, до системо-утворюючої сукупності базових критеріїв прийняття управлінських фінансових рішень в умовах невизначеності відносять:

- мінімізацію абсолютної величини ризику суб'єкта господарювання;
- забезпечення співставності рівня ризику та величини цільового показника;
- максимізацію абсолютної або відносної величини цільового показника.

2

У широкому розумінні фінансові *ризики* – це ризики підприємницької діяльності, які характеризуються імовірністю втрат фінансових ресурсів (грошових коштів). У цьому розумінні поняття «фінансовий ризик» тотожне поняттю «комерційний (підприємницький) ризик».

Поняття «*фінансові ризики*» вживають і в більш вузькому сенсі як частина комерційних ризиків, пов'язана з імовірністю фінансових втрат у результаті операцій у фінансово-кредитній і біржовій сферах.

Фінансові ризики розрізняють за джерелами виникнення:

1) *ризики, пов'язані з купівельною спроможністю грошей:*

- валютні (збитки від зміни валютних курсів, відмова іноземного партнера розрахуватися за своїми зобов'язаннями);

- інфляційні (подорожчання сировини, матеріалів та інших ресурсів для фірми; зменшення обсягу реалізації продукції в результаті зниження купівельної спроможності населення; неможливість розвитку виробництва через складність отримання банківського кредиту в умовах високої інфляції);

- дефляційні (падіння цін на товари, вироблені фірмою, і відповідне зниження її доходів);

2) *ризики непередбачених витрат і перевищення кошторису витрат на виробництво:*

- збільшення ринкових цін на різні ресурси;

- підвищення плаваючої процентної ставки за наданими фірмі кредитами і пониження депозитної ставки по коштам, що зберігаються на депозитних рахунках у банках;

- вимушеного (незапланованого) збільшення дивідендів по акціях або виплатам за внесками засновників, інших незапланованим виплатам з прибутку;

- пов'язані з асигнуваннями на непередбачені планом розвитку заходи (наприклад, необхідність повторних випробувань при виготовленні інноваційної продукції; додаткове стимулювання продажу нової продукції; оплата послуг фахівців інших фірм, наприклад юристів, для захисту інтересів фірми);

- виплати надбавок за терміновість виконання робіт і поставок через зрив їх партнерами підприємства;

3) *ризиків незабезпечення господарської діяльності необхідним фінансуванням:*

- незнаходження фірмою джерела фінансування по окремим напрямкам діяльності або в цілому;

- того, що обраний метод фінансування виявиться недоступним (наприклад, закриття або заморожування кредитної лінії через невиконання зобов'язань з обслуговування кредиту);

- зникнення джерела фінансування в ході реалізації проекту (наприклад, банкрутство або арешт майна кредиторів фірми; зрив угоди, доходи від якої повинні були поповнити фінансування);

4) *ризиків, пов'язаних з вкладенням капіталу (інвестиційні ризики):*

- капітальних вкладень і прямих фінансових інвестицій у підприємства різних галузей економіки;

- діяльності фірми на фінансовому ринку (ризиків упущеної вигоди і зниження прибутковості).

Прийнятний рівень ризику – це суб'єктивний показник, який кожне підприємство визначає індивідуально.

Важливо встановити, який ризик вважається для підприємства катастрофічним, критичним і допустимим. Наприклад, менеджери можуть оцінити як *допустимий рівень ризику* ймовірність часткової або повної втрати прибутку по окремим напрямкам діяльності або в цілому по підприємству.

Критичний рівень ризику може означати ймовірність збитків у певних межах.

До *катастрофічного ризику* можуть бути віднесені збитки, ведуть до банкрутства, втрати значної частини майна підприємства.

Прийнятний рівень ризику підприємству необхідно визначити для того, щоб виробити стратегію і застосовувати конкретні заходи щодо зменшення ризику.

3

Управління ризиком означає поетапне здійснення визначених операцій, а саме:

- ідентифікації ризику;

- кількісної оцінки рівня ризику;

- розробки стратегії і тактики управління ризиком;

- здійснення конкретних процедур з управління ризиком.

Кожен етап передбачає виконання декількох операцій. Перший етап процесу управління ризиками – *ідентифікація ризику* – найбільш складний. Він вимагає глибокого якісного аналізу, який передбачає наступні процедури:

- виявлення джерел (причин) ризику;

- визначення і класифікація можливих для того чи іншого напрямку діяльності (або проекту) типів ризику;

- вибір критеріїв і параметрів для оцінки кожного типу ризику;

- визначення граничних умов для оцінки прийняттого рівня ризику; встановлення зон підвищеного ризику;

-визначення послідовності (за часом) виникнення різних типів ризику і прив'язка її до календарними планами виробничо-господарчої діяльності (або здійснення конкретного проекту);

- оцінка ймовірності виникнення різних типів ризику.

Другий етап – *кількісна оцінка рівня ризику* – доповнює якісний аналіз. При цьому чисельно визначають розміри окремих ризиків і сумарного ризику того чи іншого напрямку діяльності (або проекту).

Ризик визначають в абсолютному вимірі як величину прогнозованих втрат (збитків) і у відносному – як величину втрат, віднесену до визначеної бази.

Базу вибирають менеджери в залежності від специфіки підприємства і виду конкретного ризику; це можуть бути прибуток, витрати на виробництво, вартість активів, втрати минулих років тощо.

Для кількісної оцінки рівня ризику можна використовувати такі методи: статистичний та експертних оцінок.

Статистичний метод використовують при наявності значного обсягу статистичної інформації про реалізацію певних видів ризику і втрат від них в минулі періоди із конкретним напрямком підприємницької діяльності з метою оцінки ймовірності їх настання в майбутньому. Ця ймовірність і буде ступенем ризику, вона виражається величиною середньоквадратичного відхилення від очікуваних величин.

Головні елементи статистичного методу – математичне очікування, дисперсія, середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації.

При нестачі або відсутності статистичної інформації приходиться застосовувати *метод експертних оцінок*, який зводиться до збору й обробки думок досвідчених експертів, що дають бальну оцінку ймовірності виникнення того чи іншого виду ризику та степені втрат.

На практиці доцільно комбінувати статистичний та експертні методи оцінки рівня ризику.

4

Дослідження методологічних та практичних основ управління фінансовими ризиками суб'єкта господарювання на стадії їх нейтралізації передбачає опрацювання сукупності проблемних питань, які можна об'єднати в такі узагальнюючі групи:

- 1) визначення поняття нейтралізації ризику та аналіз явища толерантності;
- 2) обґрунтування базових цілей нейтралізації ризику, а також установлення фінансово-правових наслідків такої нейтралізації;
- 3) обґрунтування якісних та кількісних параметрів реалізації стратегії уникнення ризику;
- 4) використання страхування для нейтралізації фінансових ризиків суб'єкта господарювання;
- 5) аналіз критеріїв диверсифікації та її вплив на величину фінансових ризиків, що утримуються суб'єктом господарювання;
- 6) особливості обґрунтування та реалізації стратегій хеджування фінансових ризиків на основі похідних цінних паперів.

Існують такі *стратегії управління ризиками, що сприяють нейтралізації фінансових ризиків*:

- 1) стратегія уникнення ризику;
- 2) стратегія утримання ризику:
 - страхування ризиків;
 - диверсифікація;
 - хеджування ризиків.

Існує дві основні стратегії управління ризиками:

- 1) пасивний захист;
- 2) активне реагування.

Пасивний захист – це стратегія різних видів та способів страхування. При пасивному захисті від ризиків фінансові менеджери можуть обирати різні способи страхування залежно від джерела в ризику і напрямів діяльності, за якими може виникнути ризик. Можна використовувати страхування через страхові компанії, процедури хеджування, самострахування.

Зі страховою компанією укладають договори страхування:

- визначеного майна від втрати (загибелі), недостачі або пошкодження;
- підприємницьких ризиків (від збитків у підприємницької діяльності) через порушення своїх зобов'язань контрагентами підприємства, змін умов діяльності з не залежних від підприємства обставин, неотримання очікуваних доходів;
- відповідальності підприємства перед третіми особами за заподіяння їм шкоди (наприклад, страхування відповідальності транспортного підприємства-перевізника за шкоду, заподіяну пасажиром, вантажовласникам, вантажоодержувачам; страхування відповідальності підприємств – джерел підвищеної небезпеки за шкоду, заподіяну таким джерелом).

Крім того, зі страховою компанією можна укласти договір на надання комплексу послуг з менеджменту ризиків.

Використовуючи процедури хеджування, можна застрахуватися від несприятливих змін цін за контрактами на купівлю (продаж) товарних ресурсів, цінних паперів або валютних цінностей.

Існують певні інструменти хеджування. Наприклад, *ф'ючерсний контракт* (ф'ючерс) – це стандартний документ, який свідчить про зобов'язання продати (купити) відповідну кількість базового активу (товарів, цінних паперів або валюти) в певний час у майбутньому за ціною, зафіксованою в контракті під час його укладення.

Форвардний контракт – це двосторонньої угоду в стандартній формі, що свідчить про обов'язок придбати (продати) відповідну кількість базового активу (товарів, цінних паперів, валюти) в певний час і на певних умовах у майбутньому з фіксацією ціни під час заключення контракту.

Хеджування здійснюють на фондових і товарних біржах або позабіржовому ринку шляхом зустрічних покупок (продажів) ф'ючерсів або укладення форвардних контрактів. За участю підприємства в експортно-імпорتنих операціях в умовах нестійкості валютного курсу гривні та високому темпі інфляції доцільно використовувати валютні ф'ючерси та форвардні контракти для того, щоб якомога точніше планувати валютну і гривневу виручку, а також застрахуватися від коливань курсу.

Своєрідним страховим полісом, що забезпечує захист від фінансового ризику при здійсненні угод з цінними паперами, товарами або валютними цінностями, є опціон.

Опціон – це стандартний документ, що закріплює право (а не обов'язок, як при укладанні ф'ючерсних і форвардних контрактів) його власника на придбання (опціон на покупку) або продаж (опціон на продаж) у зазначений термін певної кількості відповідного активу за зафіксованою в опціоні ціною. Власник опціону може скористатися правом, яке закріплене в ньому. Якщо власнику опціону не вигідно його використовувати, він втрачає тільки премію (ціну, сплачену за опціон), складову, як правило, невелику частку ціни базового активу, на який випущений опціон.

Опціони, ф'ючерсні та форвардні контракти – це похідні цінні папери (деривативи), які можуть обертатися на ринку, тобто вони самі є товаром, а не тільки способом страхування угод.

В Україні порядок випуску та обігу деривативів встановлено Положенням Кабінету Міністрів України та Правилами Національної комісії з цінних паперів та фондовому ринку.

Самострахування – це спосіб захисту від ризику шляхом створення внутрішніх резервних фондів для фінансування можливих втрат. Цей спосіб доцільно застосовувати при високому рівні імовірності збитків або коли вартість застрахованого майна відносно невелика в порівнянні з доходами фірми.

Але на створення страхових резервних фондів відволікаються кошти, що могли б принести дохід, тому менеджери, з одного боку, прагнуть їх мінімізувати, а з іншого – знизити

ризик втрат. Визначити оптимальний розмір резервних фондів складно. Необхідно порівнювати витрати по виплатах страхових премій (у разі укладення договору зі страховою компанією) з втратами доходу через відволікання коштів у внутрішній страховий фонд. Крім того, потрібно аналізувати збитки, понесені фірмою в результаті реалізації різних ризиків в минулі періоди, зіставляти очікувані втрати в майбутньому з ситуацією на страховому ринку і періодично переглядати рівень внутрішніх страхових резервів.

Великі фірми мають більше можливостей для вибору варіантів страхування, часто вони комбінують різні способи, а також можуть вдатися до створення «своєї» страхової компанії (кептіву), яка здійснюватиме управління створеним фірмою страховим фондом.

Кептів (captive) – акціонерна страхова компанія, що обслуговує повністю (або переважно) страхові інтереси засновників, а також підприємств, що входять в структуру багатопрофільних концернів або великих фінансово-промислових груп.

Активне реагування передбачає наступні методи управління ризиком:

- поділ ризиків;
- передача ризиків;
- скорочення ризиків за рахунок здійснення різних технічних заходів та навчання персоналу;
- диверсифікація діяльності.

Фірми можуть також застосовувати комбінований підхід, тобто одночасно використовувати всі перераховані методи або частину з них.

Поділ ризиків здійснюється, як правило, розосередженням майна підприємства з метою скорочення можливих втрат за одну подію (треба враховувати, що при цьому одночасно збільшується кількість випадків ризику).

Майно можна розосередити двома шляхами:

- відокремити фізично (наприклад, відкрити рахунки в різних банках для зберігання коштів; зберігати вибухонебезпечні речовини в невеликих кількостях в різних приміщеннях);
- розділити майно між власниками (наприклад, між материнською компанією і дочірніми підприємствами, між корпорацією і довірчим товариством).

Передача ризиків передбачає укладання контрактів, в яких передбачається, які ризики бере на себе інша сторона (наприклад, договір підяду на будівництво, коли підрядна організація бере на себе всі ризики, пов'язані з будівництвом; договір про зберігання та перевезенні вантажів, за яким транспортної компанії передаються ризики, пов'язані з псуванням або пропажею вантажів).

Технічні способи скорочення ризиків можуть включати використання різних технічних пристроїв для запобігання аварій, пожеж, розкрадань і реалізації інших ризиків.

Навчання персоналу необхідно для скорочення ризиків на всіх стадіях виробничого процесу та реалізації продукції (робот, послуг), так як відсутність технічних знань, безпечність, халатність персоналу фірми може виявитися причиною суттєвих збитків.

Диверсифікація діяльності може здійснюватися за двома напрямками – виробничим та фінансовим.

Виробнича диверсифікація здійснюється в результаті реальних інвестицій (капіталовкладень) в освоєння виробництва нових видів продукції, розширення асортименту продукції, що випускається.

Фінансова диверсифікація здійснюється за допомогою фінансових інвестицій. При цьому в результаті прямих фінансових інвестицій в придбання інших підприємств або значної частки у статутному фонді, що дозволяє контролювати підприємство, в засновництво дочірніх підприємств, злиття з іншою фірмою або її поглинання, формування фінансово-промислових груп зазвичай опосередковано досягається виробнича диверсифікація.

Горизонтальна інтеграція передбачає об'єднання (або придбання) з підприємством, що випускає таку ж (подібну) продукцію. Іншими словами, це стратегія поглинання конкурентів. Такий шлях, звичайно, може істотно знизити ризик діяльності окремого підприємства, але

викликає ризик монополізації ринку. Тому треба враховувати, що дії менеджерів у цьому напрямку у всіх країнах обмежуються антимонопольним законодавством.

Вертикальна інтеграція полягає у встановленні контролю над підприємствами-посередниками (або їх придбання), між підприємством і кінцевим споживачем або над посередниками (або виробниками), постачальними підприємствами сировиною, матеріалами, комплектуючими.

Організація спільних підприємств з іноземними партнерами може істотно знизити ризик виробничо-господарської діяльності за рахунок вибору країн, які в змозі надати необхідні ресурси (фінансові, трудові, матеріальні, сировинні) на вигідних умовах; об'єднання можливостей партнерів з різних країн дозволяє знизити витрати, збільшити прибутки, зменшити ймовірність втрат.

Концентрична диверсифікація – це проникнення в нове середовище діяльності, але з високою сумісністю з поточною діяльністю шляхом придбання підприємств, продукція яких, ринки, канали розподілу, технології та ресурсна база споріднені, але не ідентичні власним.

Конгломератна диверсифікація здійснюється за допомогою придбання найбільш вигідних, високорентабельних підприємств незалежно від видів їх діяльності. Такий напрям вимагає значних фінансових інвестицій і доступно тільки дуже великим фірмам. Створені таким шляхом величезні конгломерати стають малоуразливі майже для всіх ризиків, оскільки втрати в одній сфері діяльності перекриваються доходами в інших.

Кожне підприємство підходить з різними критеріями до вибору оптимального варіанту диверсифікації своєї діяльності.

Слід враховувати, що бажання зменшити фінансові ризики, диверсифікуючи інвестиції, у свою чергу, породжує нові ризики, якими також необхідно управляти. Крім того, не всі ризики можна зменшити за допомогою диверсифікації. Наприклад, ризики, обумовлені макроекономічними процесами (економічні кризи, рух ставки банківського відсотка і та інше), є систематичними.

Після вибору стратегії і тактики управління ризиком менеджери приступають до *здійснення конкретних процедур* – оформлення договорів страхування, укладенню ф'ючерсних контрактів, придбання опціонів, фінансуванню проектів диверсифікації та до інших дій відповідно до розробленої програми управління ризиками.

ТЕМА 10 ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ НА ПІДПРИЄМСТВІ

1. Сутність, задачі та функції фінансового контролінгу.
2. Види фінансового контролінгу: стратегічний та оперативний.
3. Роль фінансового контролінгу в системі управління підприємством.

1

Фінансовий контролінг – система управління процесами досягнення кінцевих цілей і результатів діяльності фірми.

Контролінг являє собою функціонально відособлений напрямок фінансової роботи на підприємстві, що пов'язана з реалізацією фінансово-економічною функцією менеджменту для прийняття оперативних і стратегічних управлінських рішень.

Основна мета фінансового контролінгу – орієнтація управлінського процесу на досягнення всіх цілей, що стоять перед підприємством у довгостроковій перспективі, шляхом:

- адаптації стратегічних цілей до умов навколишнього середовища, що змінюються;
- узгодження оперативних планів зі стратегічним планом розвитку підприємства;
- координація й інтеграція оперативних планів по різних бізнес-проектах;
- створення системи одержання інформації для різних рівнів управління в оптимальні проміжки часу;

- створення системи контролю над виконанням планів, а так само їхнє коректування по змісту та термінам реалізації;
- адаптація організаційної структури управління до зовнішніх умов діяльності підприємства з метою підвищення її гнучкості.

Підходи до розуміння фінансового контролінгу:

- сукупність задач в сфері обліку і фінансів;
- до функцій фінансового контролінгу відносять фінансовий контроль і оптимізацію використання фінансових коштів і джерел.

У вмінні спрогнозувати господарську та комерційну ситуацію і визначити задані суми покриття, виявити причини відхилень фактичних витрат від нормативних, своєчасно скорегувати ці відхилення і оптимізувати співвідношення витрат і результатів і полягає мистецтво економічного управління.

Контролінг – один з механізмів, інструментів і одночасно – одна зі складових цього мистецтва економічного управління підприємства.

Ефективний контролінг дає змогу уникнути зазначеної проблеми завдяки застосуванню цілого ряду інструментів: методичне забезпечення фінансової діагностики підприємства, визначення ефективності продуктової програми, оцінювання результативності діяльності окремих підрозділів, розроблення методики і технологій складання бюджетів, планів і здійснення контролю за їх виконанням.

Задачі контролінгу відповідно процесу управління надано в табл. 10.1.

Таблиця 10.1

Класифікація задач контролінгу

Процес управління	Задачі контролінгу
1. Планування	- координування різних планів та розробка зведеного плану підприємства; - розробка методики планування; - розробка графіка складання планів; - надання інформації для складання графіків; - перевірка планів, складених підрозділами.
2. Організаційна робота	- облік та контроль витрат і результатів по підрозділі.
3. Стимулювання	- стимулювання виконання планів по підрозділах.
4. Контроль та регулювання	- порівняння планових і фактичних величин для оцінки ступеня досягнення мети; - визначення припустимих границь відхилень від плану; - аналіз відхилень, пояснення причин відхилення плану від факту, вироблення пропозицій по зниженню відхилень.
5. Аналіз рішень та інформаційні потоки	- участь у розробці управлінських і організаційної структур; - визначення і збір релевантних даних (найбільш важливих); - консультації на вибір коректувальних заходів та управлінських рішень; - розробка інструментарію для контролю і планування рішень.

Зміст та призначення фінансового контролінгу розкривається у властивих йому функціях:

- консультаційно-методична;
- інформаційна;
- організаційна;
- контрольна;
- аналітична;
- координуюча.

Зміст функцій фінансового контролінгу:

1. *Функція координації*. Особливої ваги функція координації набуває у процесі планування фінансово-господарської діяльності підприємства. Виконуючи функцію координації, фінансовий контролінг має забезпечити узгодження:

- дерева цілей із наявними в підприємства фінансовими ресурсами;
- довгострокових планів із визначеними цілями та фінансовою стратегією розвитку підприємства;
- оперативного планування зі стратегічними орієнтирами;
- окремих бюджетів підприємства і зведення їх у єдиний план;
- функцій внутрішнього контролю та планування;
- системи забезпечення інформації з інформаційними потребами підприємства, які постають під час аналізу та планування;
- організаційної структури підприємства з виробничими потребами.

Крім цього, виконуючи функцію координації, фінансовий контролінг має забезпечити узгоджене функціонування окремих підсистем системи управління, координацію стратегічних та оперативних цілей.

При цьому розрізняють вертикальну та горизонтальну координацію цілей. Перша спрямована на узгодження різних видів діяльності, що їх здійснює підприємство, а вертикальна – на координацію діяльності різних підрозділів, які забезпечують виробництво одного виду продукції. Координація також має забезпечити ефективне використання всіх видів ресурсів (фінансових, трудових, виробничих), що є в розпорядженні підприємства.

2. *Аналітична функція* фінансового контролінгу полягає в розробленні форм аналітичних звітів, що надаються керівництву, визначенні основних підконтрольних показників для оцінювання ефективності діяльності підприємства та ступеня впливу різних чинників на розмір кінцевого результату. На практиці, коли менеджмент для прийняття фінансових і управлінських рішень отримує необмежений обсяг інформації (до того ж із різних інформаційних джерел), має бути витримана вибірковість і досягнута зваженість у її використанні. Якісний відбір, обробка та подальша правильна інтерпретація одержаної інформації – за порука прийняття управлінських рішень, адекватних стратегії розвитку. Зважаючи на це, дуже важливо, щоб інформація, отримувана менеджментом для управління численними внутрішніми процесами, була свідомо обмежена, достатньо структурована та підготовлена з урахуванням принципу «затрати-вигоди». Вирішувати такі оптимізаційні завдання допомагають широко використовувані в практичній діяльності показники та їх системи, розбудова яких належить до аналітичної функції фінансового контролінгу.

3. *Організаційна функція* фінансового контролінгу виявляється у:

- розробленні та вдосконаленні фінансової структури підприємства при виокремленні центрів фінансової відповідальності та визначенні відповідальних осіб;
- розробленні й удосконаленні регламенту планування й бюджетування, тобто складання календарного плану графіка здійснення як стратегічного, так і оперативного планування й бюджетування, а також у доведенні цього регламенту до відповідальних осіб;
- постановці управлінського обліку, упровадженні методики обліку витрат і результатів за центрами відповідальності, продуктами, проектами тощо;
- розробленні й удосконаленні регламенту внутрішньої звітності (хто, кому і коли повинен складати і надавати управлінські звіти);
- організації й проведенні у визначені терміни контрольних процедур із виявлення відхилень;
- організації аналітичної роботи в підрозділах компанії, а також у її філіях та дочірніх підприємствах.

4. *Консультаційно-методична функція* фінансового контролінгу реалізується в процесі надання консультаційної підтримки топ-менеджменту при формуванні стратегії, визначенні цільових показників, складанні бюджетів, при розробленні пропозицій щодо підвищення ефективності діяльності підприємства в цілому та роботи окремих його підрозділів, при

удосконаленні систем мотивації й визначенні персональної відповідальності працівників за результати роботи.

Фінансовий контролінг у межах виконання даної функції несе відповідальність за розроблення алгоритму планування й бюджетування, форм та методики складання планових документів і внутрішньої звітності, методики ідентифікації та діагностики відхилень, ризиків, методики обліку витрат і результатів, методики проведення фінансової діагностики.

5. *Інформаційна функція* фінансового контролінгу полягає у здійсненні внутрішньої та зовнішньої фінансової комунікації, виходячи з цілей діяльності підприємства, організаційної структури й поточних і можливих потреб. Забезпечується ця функція за допомогою систем планування, обліку і контролю, орієнтованих на досягнення цілей, кінцевих результатів діяльності підприємства.

Інформація повинна містити задані (нормативні, планові) і фактичні дані, в тому числі про відхилення, що виявлені засобами обліку в його підрозділах.

6. *Контрольна функція* фінансового контролінгу виявляється в процесі здійснення контролю за досягненням цілей і прогнозів підприємства (перевірка їх узгодженості і реалістичності), реалізація контролю в процесі складання і виконання планів і бюджетів, розрахунків відхилень фактичних значень показників від планових, цільових і бажаних (бюджетний контроль), контроль існуючих на підприємстві внутрішніх і зовнішніх обмежень і ризиків діяльності.

2

Система контролінгу доцільна в тих випадках, коли функції управління підприємством делеговано його відділам і службам. Тоді він допоможе їм у досягненні максимально можливого загального результату діяльності.

В структурі фінансового контролінгу виділяють, виходячи із поставлених функціонально-організаційних завдань, стратегічний фінансовий контролінг та оперативний фінансовий контролінг.

Ціль *стратегічного фінансового контролінгу* – забезпечення важливості підприємства і відстеження руху підприємства до наміченої стратегічної мети розвитку.

Стратегічний фінансовий контролінг на підприємстві забезпечує виконання таких завдань:

- 1) розроблення фінансової стратегії;
- 2) ідентифікація та формування стратегічних факторів успіху та забезпечення конкурентоспроможності у довгостроковому періоді;
- 3) визначення горизонтів фінансового планування, формулювання цільової методології стратегічного та оперативного планування на підприємстві відповідно до встановлених горизонтів;
- 4) упровадження дієвої системи раннього попередження та реагування;
- 5) довгострокове управління вартістю підприємства для забезпечення зростання добробуту акціонерів;
- 6) забезпечення інтеграції довгострокових стратегічних цілей та оперативних завдань, які ставляться перед окремими працівниками та структурними підрозділами.

Дієвість стратегічного фінансового контролінгу на підприємстві проявляється через ефективне стратегічне фінансове планування і визначається такими чинниками:

- чіткістю і реалістичністю поставлених стратегічних цілей;
- цілеспрямованістю та обґрунтованістю планування;
- координацією служб підприємств на етапах постановки цілей, їх трансформації у планові цільові показники, виконання планів і контролю за виконанням таких планів.

Таким чином, стратегічний контролінг несе відповідальність за обґрунтованість стратегічних планів. Він оцінює обґрунтованість обраної стратегічної мети і реальність її

досягнення; повноту стратегічних планів і їх взаємо ув'язування; підтверджує відсутність внутрішніх протиріч.

Оперативний фінансовий контролінг передбачає формування та реалізацію системи обґрунтування, прийняття, виконання та контролю за виконанням оперативних фінансових рішень з метою досягнення поточних (короткострокових) фінансових цілей (монетарних і немонетарних).

Процедура організації планування в межах оперативного фінансового контролінгу, виходячи з короткострокового характеру цільових завдань, які стоять перед таким контролінгом, децю змінюється порівняно зі стратегічним контролінгом.

Задачі оперативного контролінгу:

1) керівництво при плануванні і розробці бюджету (враховується стадія поточного й оперативного планування);

2) визначення вузьких і пошук слабких місць для тактовного управління;

3) визначення всієї сумісності підконтрольних показників відповідно до установленими поточними цілями;

4) виявлення причин, винуватців і наслідків відхилень;

5) аналіз впливу відхилень на виконання поточних планів;

6) створення систем інформації для прийняття поточних управлінських рішень.

Основні відмінності стратегічного та оперативного контролінгу:

1. Стратегічний контролінг орієнтований на потенціал, а оперативний – на конкретний результат.

2. Контроль передумов і результату має різне значення для цих видів контролінгу.

3. Об'єкти планування і контролю в оперативному контролінгу збігаються, а в стратегічному – можуть розрізнятися.

4. На етапі стратегічного контролінгу частіше виявляється самоконтроль, а на етапі оперативного – зовнішній контроль.

В табл. 10.2 наведено основні характеристики стратегічного та оперативного контролінгу.

Таблиця 10.2

Розмежування стратегічного та оперативного контролінгу

Ознака	Стратегічний контролінг	Оперативний контролінг
Об'єкт	Вартість підприємства	Доходи, витрати, прибуток підприємства
Орієнтація	Адаптація підприємства до факторів зовнішнього середовища	Забезпечення економічності бізнес-процесів на підприємстві
Рівень планування	Стратегічне планування	Тактичне та оперативне планування, бюджетування
Акценти	Шанси/ризики Сильні/слабкі сторони	Доходи/витрати Грошові надходження/видатки
Цільові величини	Забезпечення життєздатності, конкурентоспроможності потенціалу розвитку, вартість підприємства	Кількісні показники прибутку, Cashflow, ліквідності
Інструменти	Система збалансованих показників (BSC), VBM, таргет-костинг, метод ABC, трансфертні ціни, бенчмаркінг, SWOT-аналіз, таргет-костинг, аналіз життєвого циклу продукту, побудова дерева цілей, GAP-аналіз, PIMS-аналіз	Бюджетування, бюджетний контроль, фінансовий аналіз, репортинг, CVP-аналіз, директ-костинг

Послідовність етапів побудови системи фінансового контролінгу на підприємстві виглядає наступним чином:

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

2. *Визначення видів і сфери контролінгу.* Відповідно до концепції побудови системи контролінгу, як вже зазначалося раніше, він підрозділяється на наступні основні види стратегічний контролінг, поточний контролінг, оперативний контролінг. Кожному з перерахованих видів контролінгу повинна відповідати певна його сфера і періодичність здійснення його функцій.

3. *Формування системи пріоритетів контрольованих показників.* Вся система показників, що входять в сферу кожного виду фінансового контролінгу, ранжується по значимості. У процесі такого ранжування спочатку в систему пріоритетів першого рівня відбираються найбільш важливі з контрольованих показників даного виду контролінгу, потім формується система пріоритетів другого рівня, показники якого знаходяться у факторному зв'язку з показниками першого рівня, аналогічним чином формується система пріоритетів третього і наступних рівнів. Такий підхід до формування системи контрольованих показників полегшує підхід до їх розкладання при подальшому поясненні причин відхилення фактичних величин від передбачених відповідними завданнями.

При формуванні системи пріоритетів слід врахувати, що вони можуть носити різний характер для окремих типів центрів відповідальності, для окремих напрямку фінансової діяльності підприємства, для різних аспектів формування, розподілу і використання фінансових ресурсів. Однак при цьому повинна бути забезпечена як ієрархічна послідовність всіх контрольованих показників по підприємству в цілому, так і їх зведеність за окремими напрямками фінансової діяльності.

4. *Розробка системи кількісних стандартів контролю.* Після того, як визначено і ранжовано перелік контрольованих фінансових показників, виникає необхідність встановлення кількісних стандартів по кожному з них. Такі стандарти можуть встановлюватися як в абсолютних, так і у відносних показниках. Крім того, такі кількісні стандарти можуть носити стабільний або рухливий характер (рухливі кількісні стандарти можуть бути використані при контролі показників гнучких бюджетів, коригування стандартів при зміні облікової ставки, темпів інфляції тощо). Стандартами виступають цільові стратегічні нормативи, показники поточних планів і бюджетів, система державних або розроблених підприємством норм і нормативів і та інше.

5. *Побудова системи моніторингу показників, що включаються у фінансовий контролінг.* Система моніторингу (або як її часто перекладають «система, що стежить») складає основу фінансового контролінгу, найактивнішу частину його механізму. Система фінансового моніторингу являє собою розроблений на підприємстві механізм постійного спостереження за контрольованими показниками фінансової діяльності, визначення розмірів відхилень фактичних результатів від передбачених та виявлення причин цих відхилень.

Основні елементи системи контролінгу на підприємстві:

1. Встановлення цілей.
2. Планування.
3. Управлінський облік.
4. Інформаційні потоки.
5. Моніторинг.
6. Контроль.
7. Аналіз планів, результатів і відхилень.
8. Вироблення рекомендацій для прийняття управлінських рішень.

Встановлення цілей – визначення якісних та кількісних цілей підприємства і вибір критеріїв, за якими можна оцінити ступінь досягнення поставлених цілей.

Планування – перетворення цілей підприємства в прогнози і плани. План дозволяє підприємству оцінити, наскільки реально досягнення поставлених цілей; це кількісне вираження цілей підприємства та розробка шляхів їх досягнення. Контролінг бере участь у розробці методики планування, визначає наскільки вони складають цілям підприємства; стимулюють до дії; реально їх виконання.

Управлінський облік (оперативний) – відображення всієї фінансово-господарської діяльності підприємства в ході виконання плану. Він орієнтований на інформаційні потреби керівників підприємства і підрозділів, на підтримку прийняття управлінських рішень.

Система інформаційних потоків – тут завдання контролінгу – інформаційна підтримка управління. Контролінг є постачальником інформації, необхідної для функціонування системи управління на підприємстві.

Володіючи інформацією, керівник може здійснювати *моніторинг* всієї фінансово-господарської діяльності підприємства – відстеження на підприємство протікають процесів в режимі реального часу; складання оперативних звітів про результати роботи підприємства; порівняння цільових результатів з фактичними досягнутими.

На основу всієї зібраної інформації система контролінгу здійснює *контроль*. Контролінг не тотожний контролю. Контроль займається фіксуванням і оцінкою вже dokonаних фактів в діяльності підприємства, а контролінг націлений на перспективу.

Аналіз планів, результатів і відхилень – оцінка результатів минулої (допомогся підприємство поставленої мети? що допомогло?), теперішньої (що відбувається на підприємство в даний час і в якому напрямку воно розвивається), а також майбутньої діяльності (чи зможе підприємство домогтися поставлених цілей? які можливості, ризики?).

На основі проведеного аналізу виробляють *рекомендації для прийняття управлінських рішень*. Контролінг визначає, які альтернативи дій є у підприємства в даний час, і оцінює ці альтернативи з точки зору досягнення цілей підприємства. На основі таких рекомендацій керівник може змістовно діяти.

ТЕМА 11 ФІНАНСОВЕ ПРОГНОЗУВАННЯ ТА ПЛАНУВАННЯ НА ПІДПРИЄМСТВІ

- 1. Сутність і цілі внутрішньо-фірмового фінансового прогнозування та планування.**
- 2. Фінансова стратегія підприємства.**
- 3. Поточне фінансове планування.**
- 4. Оперативне фінансове планування (бюджетування).**
- 5. Прогнозування показників фінансової звітності підприємства.**

1

За ринкової економіки значно підвищується матеріальна відповідальність керівника підприємства за його фінансовий стан.

Система фінансового планування на підприємстві включає в себе три основні підсистеми:

- перспективне фінансове планування;
- поточне фінансове планування;
- оперативне фінансове планування.

Кожна із цих підсистем включає певні форми фінансових планів, їх зміст та чіткі межі періодів, на які ці плани розробляються.

Фінансове планування є необхідним для фінансового забезпечення розширення кругообігу виробничих засобів, досягнення високої результативності виробничо-господарської

діяльності, створення умов, які забезпечили б платоспроможність та фінансову стійкість підприємства.

Фінансове планування – це складний процес, що включає в себе ряд етапів:

- аналіз фінансової ситуації;
- розробка загальної фінансової стратегії підприємства;
- складання поточних фінансових планів;
- коригування, ув'язка і конкретизація фінансового плану;
- розробка оперативних фінансових планів.

Основними задачами фінансового планування на підприємстві є:

- забезпечення необхідними фінансовими ресурсами виробничої, інвестиційної і фінансової діяльності;
- урахування інтересів підприємства, акціонерів та інших інвесторів при розподілі прибутку;
- визначення ефективних напрямів вкладення капіталу, оцінка раціональності його використання;
- установлення раціональних фінансових відносин із суб'єктами господарювання; банками, інвестиційними фондами, страховими компаніями;
- забезпечення виконання зобов'язань підприємств перед бюджетом і державними цільовими фондами, банками та іншими кредиторами;
- виявлення внутрішньогосподарських резервів та мобілізація всіх видів ресурсів з метою збільшення прибутку від звичайної діяльності, зростання інших доходів, включаючи і позареалізаційні;
- забезпечення контролю за фінансовим станом, платоспроможністю і кредитоспроможністю підприємства.

Значення фінансового планування для підприємств полягає у:

- втіленні розроблених цілей у форму конкретних фінансових показників;
- забезпеченні фінансовими ресурсами закладених у виробничому плані, економічних пропорцій розвитку;
- визначенні з його допомогою можливості життєздатності проекту підприємства за умов конкуренції;
- залученні фінансових ресурсів від зовнішніх інвесторів.

Фінансове планування дає змогу підприємству визначити:

- розмір грошових коштів, що може мати підприємство в своєму розпорядженні;
- джерела їх надходження;
- відповідність фінансових ресурсів обсягу накреслених завдань;
- частину коштів, яка має бути перерахована в бюджет, у державні цільові фонди, банкам та іншим кредиторам;
- механізм розподілу та використання прибутку на підприємстві;
- ступінь забезпечення реальної збалансованості планових витрат і доходів підприємства за принципами самоокупності та самофінансування.

В процесі фінансового планування використовуються різні методи: балансовий; нормативний; розрахунково-аналітичний; оптимізації планових рішень; моделювання.

Фінансове планування потребує широкого використання економіко-математичного моделювання. Цей спосіб уможливорює знаходження кількісного вираження взаємозв'язків між фінансовими показниками та факторами, які їх визначають.

Підвищення рівня наукової обґрунтованості планування потребує розробки декількох варіантів планів, виходячи з різних умов та шляхів розвитку підприємства з наступним вибором оптимального варіанта фінансового плану.

Перспективне фінансове планування визначає найважливіші показники, пропозиції та темпи розширеного відтворення, є основною формою реалізації головних цілей підприємства. *Перспективне планування* включає розробку фінансової стратегії підприємства та прогнозування його фінансової діяльності.

За умов ринкової економіки, самостійності підприємств, їхньої відповідальності за результати діяльності виникає об'єктивна необхідність визначення тенденцій розвитку фінансового стану та перспективних фінансових можливостей. На вирішення таких питань і спрямовано фінансову стратегію підприємства.

Фінансова стратегія представляє собою визначення довгострокової мети фінансової діяльності підприємства, вибір найбільш ефективних способів і шляхів їх досягнення.

Завданнями фінансової стратегії є:

- визначення способів проведення успішної фінансової стратегії та використання фінансових можливостей;
- визначення перспективних фінансових взаємовідносин із суб'єктами господарювання, бюджетом, банками та іншими фінансовими інститутами;
- фінансове забезпечення операційної та інвестиційної діяльності на перспективу;
- вивчення економічних та фінансових можливостей імовірних конкурентів, розробка та здійснення заходів щодо забезпечення фінансової стійкості;
- розробка способів виходу із кризового стану та методів управління за умов кризового стану підприємств.

Процес формування фінансової стратегії підприємства включає такі основні етапи:

- визначення періоду реалізації стратегії;
- аналіз факторів зовнішнього фінансового середовища підприємства;
- формування стратегічної мети фінансової діяльності;
- розроблення фінансової політики підприємства;
- розроблення системи заходів щодо забезпечення реалізації фінансової стратегії;
- оцінка розробленої фінансової стратегії.

Формування стратегічної мети фінансової діяльності підприємства є наступним етапом стратегічного планування, головним завданням якого є максимізація ринкової вартості підприємства.

Система стратегічних цілей підприємства повинна формуватися чітко і коротко, відображаючи кожен з цілей в конкретних показниках – нормативах. До таких нормативів відносяться:

- середньорічний темп зростання власних фінансових ресурсів, що формуються із внутрішніх джерел;
- мінімальна частка власного капіталу;
- коефіцієнт рентабельності власного капіталу підприємства;
- співвідношення оборотних і необоротних активів підприємства тощо.

На базі фінансової стратегії визначається фінансова політика підприємства за основними напрямками фінансової діяльності: податкова, цінова, амортизаційна, дивідендна.

Фінансова політика підприємства – це сукупність методів фінансового менеджменту, яка здійснюється в короткостроковому періоді і враховує фактори, які діють у цей час. Система формування фінансової політики за окремими аспектами фінансової діяльності включає:

- політику управління активами;
- політику управління капіталом;
- політику управління інвестиціями (інвестиційна політика);
- політику антикризового фінансового управління;
- політику управління фінансовими ризиками;
- політику управління грошовими потоками.

В результаті розроблення системи заходів, що забезпечують реалізацію фінансової стратегії, на підприємстві формуються «центри відповідальності», визначаються права,

зобов'язання і заходи відповідальності їх керівників за результати реалізації фінансової стратегії підприємства.

Заключним етапом розроблення фінансової стратегії підприємства є оцінка її ефективності. Така оцінка може бути основана на прогнозованих розрахунках різних фінансових показників, а також на основі прогнозу динаміки нефінансових результатів реалізації розробленої стратегії, таких як зростання ділової репутації підприємства, підвищення рівня управління фінансовою діяльністю його структурних підрозділів тощо.

Ефективність фінансової стратегії досягається за:

- відповідності розробленої фінансової стратегії загальній стратегії підприємства – ступеню узгодженості цілей, напрямків і етапів реалізації цих стратегій;
- узгодженості фінансової стратегії підприємства з прогнозованими змінами у зовнішньому підприємницькому середовищі;
- реалізації розробленої підприємством фінансової стратегії щодо формування власних і залучених зовнішніх фінансових ресурсів тощо.

Вихідним етапом планування є *прогнозування* основних напрямків фінансової діяльності підприємства, що здійснюється в процесі перспективного планування. На цьому етапі визначаються завдання і параметри поточного фінансового планування. У свою чергу база для розроблення оперативних фінансових планів формується саме на стадії поточного фінансового планування.

Основу перспективного фінансового планування становить прогнозування, яке є втіленням стратегії підприємства на ринку.

Фінансове прогнозування полягає у вивченні можливого фінансового стану підприємства на перспективу.

На відміну від планування, прогнозування передбачає розробку альтернативних фінансових показників та параметрів, використання яких відповідно до тенденцій зміни ситуації на ринку дає змогу визначити один із варіантів розвитку фінансового стану підприємства.

Основою фінансового прогнозування є узагальнення та аналіз наявної інформації з наступним моделюванням і врахуванням факторів можливих варіантів розвитку ситуації та фінансових показників.

Методи та способи прогнозування мають бути достатньо динамічними для того, щоб своєчасно врахувати ці зміни.

Результатом перспективного фінансового планування є розробка трьох основних документів:

- прогноз звіту про фінансові результати (про прибутки та збитки);
- прогноз руху грошових коштів (баланс грошових потоків);
- прогноз балансу активів та пасивів підприємства.

Прогнозний звіт про фінансові результати показує обсяг прибутку, який буде одержано в наступному періоді.

Прогноз руху грошових коштів відображає рух грошових потоків за операційною, інвестиційною фінансовою діяльністю. Він дає можливість визначити джерела капіталу й оцінити його використання в наступному періоді. Після складання прогнозу руху грошових коштів розробляється стратегія фінансування підприємства.

Прогноз балансу підприємства входить до складу директивного фінансового планування.

Баланс підприємства – це зведена таблиця, що в ній відображено джерела капіталу (пасив) і його розміщення (актив).

Баланс активів та пасивів необхідний для того, щоб оцінити, в які види активів спрямовуються грошові кошти і за рахунок яких джерел (пасивів) передбачається створення активів.

Структура балансу, що прогнозується (як правило, на плановий трирічний період) відповідає загальнозживаній структурі балансу підприємства, оскільки за вихідний береться бухгалтерський баланс підприємства на останню дату.

Успіх фінансової стратегії підприємства гарантується, коли фінансові стратегічні цілі відповідають реальним економічним та фінансовим можливостям підприємства, коли чітко централізовано фінансове керівництво, а методи його є гнучкими та адекватними змінам фінансово-економічної ситуації.

3

Система поточного планування фінансової діяльності підприємства основана на розробленій ним фінансовій стратегії та фінансовій політиці.

Поточне фінансове планування полягає в розробці конкретних фінансових планів. Останні дають можливість підприємству визначити всі джерела фінансування його розвитку на майбутній період, сформувати структуру доходів і витрат, забезпечити постійну платоспроможність, визначити структуру активів і капітал підприємства на кінець планового періоду.

Система основних видів поточних фінансових планів, що розробляються на підприємстві включає:

- план доходів і видатків з операційної діяльності;
- план надходжень і видатків грошових коштів;
- план доходів і видатків з інвестиційної діяльності;
- прогнозний баланс.

Включення окремих надходжень і витрат при розрахунку показників фінансового плану здійснюється з урахуванням національних стандартів бухгалтерського обліку (П(С)БО).

Ставки податків, зборів, обов'язкових платежів, вартість залучення кредитних ресурсів, ставки та порядок нарахування амортизаційних відрахувань, інші показники, що впливають на розрахунок показників фінансового плану, визначаються відповідно до їх рівня на момент складання фінансового плану. В подальшому зміни цих показників та їх вплив на виконання фінансового плану відображаються у звітах підприємства про виконання фінансового плану.

Фінансовий план складається із п'яти розділів:

1. Джерела формування і надходження коштів.
2. Приріст активів підприємства.
3. Повернення залучених коштів.
4. Витрати, пов'язані з внесенням обов'язкових платежів до бюджету та державних цільових фондів.
5. Покриття збитків минулих періодів.

Розрахунок показників, які характеризують формування фінансових результатів діяльності підприємства у плановому році здійснюється з урахуванням П(С)БО 3 «Звіт про фінансові результати» крім фінансових результатів від надзвичайної діяльності підприємств.

Обґрунтування фінансового плану здійснюється на основі аналізу господарської діяльності підприємства у поточному році, а також показників діяльності та розвитку підприємства у плановому році згідно «Примірним переліком показників господарської діяльності та розвитку підприємства на плановий рік».

Підприємство самостійно вибирає метод складання фінансового плану з урахуванням реалізації заходів, спрямованих на активізацію збутової діяльності, пошук нових каналів збуту, модифікації номенклатури продукції, що виготовляється тощо. Серед методів фінансового планування найбільш широко використовуються *аналітичний метод та метод прямих розрахунків*.

Основним критерієм оцінки фінансового плану є поліпшення показників фінансово-господарської діяльності підприємства у порівнянні з поточним періодом.

Підприємство повинно забезпечити зростання прибутковості його діяльності (показник «Прибуток від звичайної діяльності до оподаткування») та спрямувати кошти, залучені і сформовані за рахунок усіх джерел, включаючи амортизацію, кредити банків, цільове фінансування з бюджету на цілі, що відповідають інтересам держави як власника. До них відносяться:

- приріст активів підприємства: основних засобів за рахунок капітальних інвестицій, спрямування коштів на модернізацію, модифікацію основних засобів;
- оборотних активів за рахунок грошових коштів та їх еквівалентів;
- зменшення дебіторської заборгованості, тобто всіх тих складових, які призводять до зростання власного капіталу підприємства та його ринкової вартості;
- збільшення надходжень до бюджету: податків та обов'язкових платежів;
- погашення заборгованості перед бюджетом, включаючи заборгованість, що виникла у попередні періоди;
- реструктурованої заборгованості;
- відшкодування витрат бюджету, пов'язаних із виконанням гарантійних зобов'язань.

Особлива увага аналізу фінансового плану та діяльності підприємства приділяється у випадку його збитковості, оскільки збитковість свідчить про нераціональність господарської діяльності, пов'язану із неефективним використанням матеріальних та фінансових ресурсів. Діяльність збиткового підприємства припиняється або проводиться його реструктуризація, санація тощо, крім обґрунтування збиткової діяльності підприємства, що викликана соціальним ефектом та заходами у сфері оборони і екологічної безпеки.

Затверджена форма фінансового плану є розрахунковим документом, де визначено основні *принципові показники*, що підлягають контролю в процесі управління підприємством.

До принципів показників відносяться:

- прибутковість діяльності підприємства;
- спрямування коштів на його виробничий розвиток;
- зростання власного капіталу;
- рівень надходжень податків та обов'язкових платежів;
- погашення заборгованості минулих періодів перед бюджетом.

Підвищенню ефективності процесу планування може сприяти застосування комп'ютерних технологій, зокрема, спеціально розроблених пакетів програмного забезпечення з проектного аналізу, бізнес-планування.

4

Система оперативного планування фінансової діяльності полягає в розробці комплексу короткострокових планових завдань з фінансового забезпечення основних напрямів фінансово-господарської діяльності підприємства.

Оперативне фінансове планування необхідне підприємству для контролю за фактичним надходженням коштів на поточний рахунок, витрачанням коштів у процесі господарської діяльності, виконання поточного фінансового плану. Більшість підприємств вдається до спрощеної системи оперативного фінансового планування, коли складається лише окремі його елементи – *платіжний календар та касовий план*.

Головною формою такого фінансового завдання є *бюджет (кошторис)*.

Бюджет – це оперативний фінансовий план на короткостроковий період, що розробляється, як правило, в рамках наступного кварталу з розбивкою по місяцях (і менших періодах), що відображає надходження і витрачання грошових коштів у процесі здійснення конкретних видів фінансово-господарської діяльності підприємства.

Підприємство самостійно вибирає види та структуру бюджетів.

Консолідований (зведений) бюджет складається з інтегрованих індивідуальних бюджетів, що характеризують прогнозовані обсяги продажу, витрат, інших фінансових операцій у наступному періоді.

Зведений (консолідований) бюджет включає:

- 1) операційний бюджет;
- 2) фінансовий бюджет.

До операційного бюджету входять: бюджет продажу, бюджет виробництва, бюджет витрат, бюджет фінансових результатів.

До фінансового бюджету включаються: бюджет грошових коштів, бюджет капітальних інвестицій, прогнозний бухгалтерський баланс.

Бюджет є інструментом як планування, так і контролю.

На початку періоду діяльності бюджет – це план або норматив; у кінці періоду діяльності він слугує засобом контролю, за допомогою якого фінансові менеджери можуть оцінити ефективність діяльності і прийняти управлінські рішення щодо вдосконалення діяльності підприємства в майбутньому.

Розробка бюджетів на підприємстві характеризується терміном «*бюджетування*» і спрямована на вирішення двох основних завдань:

- 1) визначення обсягу і видатків, що пов'язані з діяльністю окремих структурних одиниць і підрозділів підприємства;
- 2) забезпечення покриття цих видатків фінансовими ресурсами з різних джерел.

Бюджети, що використовуються в процесі оперативного фінансового планування, класифікуються за:

- 1) сферами діяльності підприємства;
- 2) видами витрат;
- 3) обсягом номенклатури витрат;
- 4) методами розробки.

Особливою формою бюджету є **платіжний календар**, що розробляється за окремими видами руху грошових коштів і по підприємству в цілому (у даному разі деталізується поточний фінансовий план надходження і витрачання грошових коштів чи план доходів і видатків грошових коштів на короткий строк).

Правильно складений платіжний календар дозволяє виявити фінансові помилки, недостатність коштів, з'ясувати причину такого стану, намітити відповідні заходи, і таким чином оперативно уникнути фінансових ускладнень і забезпечити платоспроможність підприємства.

Значення бюджетів полягає у підвищенні продуктивності праці працівників підрозділів та ефективності використання матеріальних і фінансових ресурсів.

Бюджетування – це стандартизований процес, відповідно самостійно розроблених підприємством та загально визначених вимог і процедур, до яких відносяться:

1. Розроблення бюджетів за всіма підрозділами, що сприяє поліпшенню координації дій усередині підприємства.
2. Забезпечення єдиного процесу щодо підготовки, аналізу і затвердження бюджетів.
3. Дотримання скоординованої діяльності між підрозділами підприємства при розробленні бюджетів.
4. Структурованість бюджетів.
5. Обґрунтованість показників бюджетів на основі досягнутих результатів тенденцій, економічних чинників та заданих темпів розвитку підприємства.
6. Відкритість бюджетів до змін (надання менеджерам прав коригування показників бюджету, виявлення та розв'язання потенційних проблем з метою постійного відслідковування змін в обсягах виробництва і продажу).
7. Участь у бюджетуванні менеджерів підрозділів, що відповідають за виконання бюджету.

Процес бюджетування на підприємстві включає складання оперативного, фінансового і зведеного (консолідованого) бюджетів, управління і контроль за виконанням бюджетних показників.

Бюджети, що застосовуються в системі оперативного фінансового планування, класифікуються за рядом ознак:

1) *за сферами діяльності підприємства:*

- бюджет по операційній діяльності;
- бюджет по інвестиційній діяльності;
- бюджет по фінансовій діяльності;

2) *за видами витрат:*

- поточний (бюджет поточних витрат);
- капітальний (бюджет капітальних витрат);

3) *за обсягом номенклатури витрат:*

- функціональний;
- комплексний;

4) *за методами розробок:*

- сталий;
- гнучкий.

Задачі оперативного рівня єдині із задачами підприємства, тому індивідуальні бюджети інтегровані у консолідований (зведений) бюджет підприємства.

Складання бюджету включає такі етапи:

1. Підготовка прогнозу і бюджету продаж.
2. Визначення очікуваного обсягу виробництва.
3. Розрахунок витрат, пов'язаних з виробництвом і реалізацією продукції.
4. Розрахунок і аналіз грошових потоків.
5. Складання планових фінансових звітів.

Підготовка до бюджетування включає функціонально-вартісний аналіз виробництва і реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) та визначення рівня, до якого можуть бути знижені витрати за одночасного збільшення прибутку, збереження якості й обсягу товарів (послуг).

Бюджетування включає вибір видів і структури бюджету.

Консолідований (зведений) бюджет складається з інтегрованих один з одним бюджетів, що відбивають очікування керівництва щодо продаж, витрат, інших фінансових операцій у наступному періоді.

Зведений (консолідований) бюджет поділяється на дві частини:

- операційний бюджет (operating budget);
- фінансовий бюджет (financial budget).

Операційний (поточний, періодичний, оперативний) бюджет – це система бюджетів, що характеризує доходи і витрати за операціями або окремими функціями підприємства.

Операційний бюджет включає:

- бюджет продаж (sales budget);
- бюджет виробництва (production budget);
- бюджет витрат (єдиний, або за видами витрат: закупівлі і використання матеріальних витрат, трудових, загальновиробничих, адміністративних та витрат на збут);
- бюджетний звіт про прибутки і збитки.

Фінансовий бюджет – це план, в якому відображаються обсяг і структура грошових коштів та їх використання. Фінансовий бюджет включає:

- бюджет грошових коштів;
- бюджет капітальних інвестицій;
- прогнозний бухгалтерський баланс.

Формування зведеного (консолідованого) бюджету починається з операційного бюджету. В операційному бюджеті звичайна діяльність підприємства відображається через систему спеціальних техніко-економічних показників, що характеризують окремі напрями і стадії операційної та інших видів діяльності. В процесі його підготовки прогнозовані обсяги продаж і виробництва трансформуються у кількісні оцінки доходів і витрат для кожного з підрозділів підприємства. Кінцевою метою операційного бюджету є складання зведеного плану

прибутків і збитків. При бюджетуванні здійснюється аналіз беззбитковості і визначається точка беззбитковості. Аналіз беззбитковості допомагає визначити можливості для зростання прибутку.

5

Оцінка ефективності діяльності підприємства та управління його фінансовими ресурсами є важливим етапом фінансового менеджменту.

Запорукою успішності будь-якого бізнесу є передбачення майбутнього фінансового стану підприємства, визначення очікуваного розміру його фінансування.

Визначення ймовірної діяльності підприємства в майбутньому може бути забезпечено шляхом розробки прогнозних фінансових документів – проектів майбутніх звіту про фінансові результати, звіту про грошові потоки та бухгалтерського балансу.

Розробка прогнозних фінансових звітів являє собою складний процес фінансового прогнозування, яке повинно здійснюватися у чіткій послідовності.

Фінансове прогнозування включає складання таких бюджетів на фінансових звітів:

- бюджетів поточної діяльності;
- грошового бюджету;
- прогнозних фінансових звітів.

Складові частини фінансового прогнозування (бюджету поточної діяльності, грошовий бюджет, інвестиційний та фінансові плани, прогнозні фінансові звіти) тісно пов'язані між собою, оскільки будуються на основі одного і того ж комплексу вихідних положень. *Система прогнозування фінансових звітів включає:*

I) прогнозні фінансові звіти:

1) грошовий бюджет – фінансовий та інвестиційний плани;

1.1) бюджет доходів:

- доходи від операційної діяльності;
- доходи від інвестиційної діяльності;
- доходи від фінансової діяльності;

1.2) бюджет витрат:

- витрати від операційної діяльності;
- витрати від інвестиційної діяльності;
- витрати від фінансової діяльності.

Схема складання прогнозних фінансових звітів, показує, як різноманітні бюджети поточної діяльності зливаються в єдиний консолідований грошовий бюджет, який, в свою чергу, підкріплюється специфічними конкретними даними з інвестиційного і фінансового планів.

Таким чином, *прогнозні фінансові звіти* – всеохоплюючий вираз очікуваного стану підприємства в майбутньому. Наведена система є основою визначення методичних підходів та послідовності прогнозування фінансових звітів. Прогнозування кожного фінансового звіту базується на своїй основі.

1. *Звіт про фінансові результати* складається на основі формування:

- бюджету доходів підприємства на прогнозний період;
- загального (агрегованого) бюджету доходів підприємства;
- бюджету витрат підприємства на прогнозний період з розподілом їх за структурними підрозділами (центрами витрат);
- загального (агрегованого) бюджету витрат підприємства;
- загального бюджету доходів та витрат підприємства.

Розрахунок фінансових показників на основі прогнозного звіту про фінансові результати та співставлення їх з очікуваними значеннями.

2. *Звіт про рух грошових потоків* складається в результаті проведення прогнозних операцій підприємства за видами його діяльності переведених на касову базу.

Послідовність формування цього звіту така;

- розмежування надходжень та витрат грошових коштів за видами діяльності підприємства;
- визначення розміру мінімального постійного залишку грошових коштів;
- встановлення точного часу виникнення грошових надходжень та витрат притоків та відтоків;
- формування надходжень (притоків) грошових коштів на основі загального (агрегованого) бюджету доходів підприємства, переведеного на касову базу;
- формування витрат (відтоків) грошових коштів на основі загального (агрегованого) бюджету витрат підприємства, переведеного на касову базу;
- координація за часом графіка надходжень і витрат грошових коштів;
- координація притоків та відтоків грошових коштів на основі фінансового та інвестиційного планів;
- узагальнення прогнозних надходжень і витрат грошових коштів у прогнозному грошовому бюджеті, який являє собою прогнозний звіт про рух грошових коштів.
- співставлення суми загального прогнозного притоку чи відтоку грошових коштів з сумою прогнозного прибутку підприємства.

3. *Бухгалтерський баланс* – складається на завершальному етапі прогнозування на основі:

- перенесення до журналу прогнозних господарських операцій підприємства інформації, представленої в загальних (агрегованих) бюджетах доходів і витрат підприємства;
- перенесення до журналу прогнозних господарських операцій інформації, представленої в прогнозному грошовому бюджеті;
- складання узагальненого прогнозного журналу господарських операцій підприємства;
- складання прогнозного бухгалтерського балансу на основі прогнозного журналу господарських операцій;
- розрахунок прогнозних фінансових коефіцієнтів на основі прогнозного бухгалтерського балансу та формування висновків про прогнозний фінансовий стан підприємства.

Прогнозування фінансових звітів включає в себе як дослідження минулих тенденцій, так і передбачення майбутнього розміру виручки, витрат, інших доходів і витрат. Тенденції можуть бути виявлені за використання різних методів аналізу від простого дослідження характерних рис, які наглядно розрізняють до застосування різноманітних статистичних методів з метою побудови тренду для використання його як бази для висновків про майбутній стан підприємства.

Слід зазначити, що прогнозування фінансового стану підприємства доводиться здійснювати з урахуванням минулого досвіду, щоб забезпечити підприємців реальними прогнозами, які в нашій країні через нестабільність політичної та економічної системи можуть бути короткостроковими.

ТЕМА 12 АНТИКРИЗОВЕ ФІНАНСОВЕ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

- 1. Сутність та основні завдання антикризового фінансового управління підприємством.**
- 2. Система раннього попередження та реагування.**
- 3. Прогнозування банкрутства підприємства.**
- 4. Управління фінансовою санацією підприємства.**
- 5. Фінансова санація в ході провадження справи про банкрутство.**
- 6. Реструктуризація підприємства в системі антикризового фінансового управління.**

1

Необхідність оволодіння основами антикризового фінансового управління зумовлена тим, що в умовах ринкової економіки підприємства здійснюють свою фінансово-господарську діяльність знаходячись під постійним впливом несприятливих внутрішніх та зовнішніх чинників, які можуть призвести до фінансової кризи та банкрутства.

Під *фінансовою кризою* розуміють фазу розбалансованої діяльності підприємства та обмежених можливостей впливу його керівництва на фінансові відносини, що виникають на цьому підприємстві.

На практиці з кризою, як правило, ідентифікується загроза неплатоспроможності та банкрутства підприємства, діяльність його в неприбутковій зоні або відсутність у підприємства потенціалу для успішного функціонування.

З позиції фінансового менеджменту кризовий стан суб'єкта господарювання полягає в його неспроможності здійснювати фінансове забезпечення поточної виробничої діяльності.

Фінансову кризу на підприємстві характеризують за трьома параметрами:

- джерела (фактори) виникнення;
- вид кризи;
- стадія розвитку кризи.

Ідентифікація вказаних ознак дозволяє правильно визначити діагноз фінансової неспроможності підприємства та підібрати найбільш ефективний каталог антикризових заходів.

Для підтримання фінансової рівноваги, забезпечення стабільної ліквідності, платоспроможності та прибутковості фінансовий менеджмент повинен організувати фінансове господарство на підприємстві таким чином, щоб операційна, інвестиційна та фінансова діяльність здійснювалися з урахуванням вимог політики антикризового фінансового управління. у чому ж полягає антикризове фінансове управління?

В загальному вигляді – це *система прийомів та методів управління фінансами спрямована на попередження фінансової кризи та банкрутства підприємства.*

Антикризовий фінансовий менеджмент у значній мірі повинен спиратися на функціональний та методологічний інструментарій контролінгу, а також враховувати вимоги Закону «Про відновлення платоспроможності боржника або оголошення його банкрутом», який визначає механізм фінансової санації та банкрутства підприємств.

Антикризове фінансове управління підприємством можна розглядати в двох ракурсах:

1) це система профілактичних заходів, спрямованих на попередження фінансової кризи: постійний аналіз сильних та слабких сторін підприємства, прогнозування банкрутства, управління ризиками (мінімізація та нейтралізація), впровадження системи попереджувальних заходів тощо;

2) це система управління фінансами, спрямована на виведення підприємства з кризи, в тому числі шляхом проведення санації чи реструктуризації суб'єкта господарювання.

Враховуючи ту обставину, що одним із головних факторів виникнення фінансової кризи та неефективності заходів щодо оздоровлення багатьох вітчизняних підприємств є низький рівень менеджменту і фінансового менеджменту зокрема, елементи системи антикризового управління доцільно запроваджувати як на підприємствах, які є порівняно благополучними і функціонують успішно, так і на тих, які опинилися у фінансовій кризі. У першому випадку, основне завдання системи полягає в недопущенні фінансової кризи, а в другому – подолання фінансової кризи, тобто фінансове оздоровлення підприємства.

2

З метою своєчасної ідентифікації чинників, які сигналізують про той чи інший напрямок розвитку окремих показників, внутрішніх та зовнішніх параметрів діяльності підприємства, вжиття превентивних заходів у рамках антикризового фінансового управління підприємством доцільно впроваджувати систему раннього попередження та реагування (СРПР).

Система раннього попередження та реагування – це особлива інформаційна система, яка сигналізує керівництву про потенційні ризики та шанси, які можуть насуватися на підприємство як із зовнішнього, так із внутрішнього середовища.

Згідно із найновішими підходами до побудови системи контролінгу на підприємстві, в СРПР інтегруються елементи як стратегічного так і оперативного контролінгу. Сама ж СРПР повинна логічно вписуватися в систему планування та контролю.

На базі системи раннього попередження та реагування будується система управління ризиками, яка включає в себе ідентифікацію ризиків; їх оцінку та нейтралізацію.

Процес створення системи раннього попередження може складатися з таких етапів:

1. Визначення сфер спостереження – визначення об'єктів внутрішньої та зовнішньої діагностики.
2. Вибір індикаторів раннього попередження, які можуть вказувати на розвиток того чи іншого негативного процесу.
3. Розрахунок граничних значень індикаторів та безпечних інтервалів їх зміни.
4. Формування конкретних аналітичних завдань для аналітичних центрів.
5. Формування інформаційних каналів: забезпечення інформаційного зв'язку між джерелами інформації та системою раннього реагування, між системою та її користувачами – керівниками всіх рівнів.
6. Узагальнення одержаних аналітичних висновків та підготовка пропозиції і рекомендації щодо розвитку сильних сторін та нейтралізації слабких, що є основою розробки проектів управлінських рішень.

Найскладнішим завданням, яке слід вирішити в процесі організації системи раннього попередження та реагування є підбір індикаторів раннього попередження та визначення критеріїв їх інтерпретації. В науково-практичній літературі здебільшого вирізняють такі *блоки індикаторів*:

- загальноекономічні – індикатори, які дозволяють своєчасно виявити зміни в тенденціях розвитку кон'юнктури економіки в цілому (використовуються результати досліджень відповідних науково-дослідних економічних та соціологічних інститутів);
- ринкові індикатори – дозволяють виявити тенденції на ринках, на яких здійснює свою діяльність підприємство;
- технологічні індикатори – дають інформацію щодо появи на ринку нових продуктів, методів, процесів тощо;
- соціальні – демографічна ситуація в країні, вартість робочої сили, рівень мінімальної заробітної плати тощо;
- політичні – індикатори впливу на діяльність підприємств, які мають політичну природу, зокрема, тенденції в економічному законодавстві, політика протекціонізму тощо;
- внутрішні індикатори – система показників, які розраховуються на базі внутрішнього (управлінського) обліку та звітності.

Комбінація показників, які слугують внутрішніми індикаторами раннього попередження підбирається з урахуванням можливостей прогнозування на їх основі фінансового стану підприємства та загрози банкрутства. Згідно з найновішими розробками у сфері фінансового контролінгу, в якості ключового внутрішнього індикатора раннього попередження рекомендується використовувати показник Free Cash-flow. Цей показник є результатом руху грошових коштів у рамках операційної та інвестиційної діяльності і оперативно сигналізує про проблеми в сфері збуту, виробництва, управління оборотними активами тощо.

3

Одним із найважливіших інструментів системи раннього попередження та методом прогнозування банкрутства підприємств є *дискримінантний аналіз*.

В теорії і практиці здебільшого розрізняють однофакторний та багатфакторний дискримінантний аналіз.

Загальний висновок про якість фінансового стану підприємства робиться на основі аналізу відповідності кожного із показників, які включені в спеціально підібрану систему, їх граничним значенням.

Найбільш відомими моделями однофакторного дискримінантного аналізу є системи показників Бівера та Вайбеля. В основі досліджень американського економіста В. Бівера покладено 30 найбільш часто вживаних у фінансовому аналізі показників. За ознакою однорідності ці показники були згруповані в шість груп. Із кожної групи Бівер вибрав по одному, найбільш типовому, показнику, які й склали його систему прогнозування:

1. Відношення Cash-Flow до позичкового капіталу.
2. Відношення чистого прибутку до валюти балансу.
3. Відношення позичкового капіталу до валюти балансу.
4. Відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття).
5. Відношення робочого капіталу до валюти балансу.

6. Відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями та поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації).

З використанням матеріалів аналізу 79 фінансово-неспроможних і такого ж числа фінансово-спроможних підприємств Бівер розробив шкалу граничних значень для кожного із приведених показників для американських підприємств.

У німецькомовній економічній літературі досить поширеною є система показників Вайбеля. В основі досліджень, здійснених П. Вайбелем протягом 1960-1971 років покладено аналітичні матеріали по 72 швейцарських підприємствах будівельної, металургійної, легкої та годинникової галузей виробництва, половина з яких була у фінансовій кризі. Класифікацію підприємств за цією системою пропонується здійснювати з використанням таких показників:

1. Відношення позичкового капіталу до валюти балансу.
2. Відношення оборотних активів до поточних зобов'язань (показник покриття).
3. Відношення Cash-Flow до поточних (короткострокових) зобов'язань.

4. Відношення різниці між очікуваними грошовими надходженнями та поточними зобов'язаннями до витрат підприємства (без амортизації).

5. Відношення середнього залишку кредиторської заборгованості до вартості закупок помножене на 365.

6. Відношення середніх залишків виробничих запасів до величини затрат на сировину (матеріали) помножене на 365.

Для кожного із приведених показників Вайбель побудував відповідні шкали у вигляді діаграм, в яких показана динаміка значень показників протягом п'яти років перед настанням у однієї з груп досліджуваних підприємств фінансової неспроможності. У разі, якщо значення всіх шести показників аналізованого підприємства знаходяться в безпечній зоні відповідної шкали, то цьому суб'єкту господарювання не загрожує банкрутство. Якщо ж значення більше трьох показників наближається до зони «хворих» підприємств, то аналізоване підприємство вважається таким, якому загрожує банкрутство. Щодо підприємств, в яких менше трьох показників знаходяться у критичній зоні, Вайбель рекомендує проводити додатковий аналіз.

Головним суперечливим моментом однофакторного дискримінантного аналізу є те, що значення окремих показників може свідчити про позитивний розвиток підприємства, а інших – про незадовільний. Така ситуація унеможливує об'єктивне прогнозування банкрутства. Одним із шляхів вирішення цієї проблеми є застосування багатофакторного дискримінантного аналізу.

Найбільш відомими моделями прогнозування банкрутства на основі багатофакторного дискримінантного аналізу є тест на банкрутство Тамарі (1964), модель Альтмана (1968), модель Беєрмана (1976), система показників Бетге-Хуса-Ніхауса (1987), модель Краузе (1993).

Модель прогнозування банкрутства, розроблена американським економістом Е. Альтманом, має також назву «розрахунок Z-показника» і є класичною в своїй сфері, оскільки її включено до більшості західних підручників присвячених фінансовому прогнозуванню та оцінці кредитоспроможності підприємств.

Побудована Альтманом дискримінантна функція має такий вигляд:

$$Z=0,012*X_1+0,014*X_2+0,033*X_3+0,006*X_4+0,999*X_5, \quad (12.1)$$

Це 5-ти факторна модель, де факторами виступають окремі показники фінансового стану підприємства. Адаптовано до вітчизняних стандартів фінансової звітності, окремі змінні дискримінантної функції мають такий вигляд: X_1 – робочий капітал / валюта балансу; X_2 – сума нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) та резервного капіталу / валюта балансу; X_3 – звичайний прибуток до оподаткування та проценти за кредит / валюта балансу; X_4 – ринкова вартість підприємств (ринкова вартість корпоративних прав) / позичковий капітал; X_5 – чиста виручка від реалізації продукції / валюта балансу.

Провівши аналіз 33-х пар промислових підприємств з обсягом валюти балансу від 1 до 25 млн. дол. США, Альтман зробив такий висновок щодо інтерпретації значень Z -показника:

Значення «Z»	Ймовірність банкрутства
до 1,8	висока
1,81-2,67	не можна однозначно визначити
2,67 і вище	низька

Цікавим є те, що в дослідженнях Альтмана середнє значення показника Z для фінансово неспроможних підприємств склало $-0,29$, а для групи успішно працюючих підприємств $+5,02$. За деякими джерелами, точність прогнозування банкрутства за цією моделлю становить: за 5 років до банкрутства – 36 %; чотири роки до банкрутства – 29 %; 3 роки до банкрутства – 48 %; 2 роки до банкрутства – 83 %; 1 рік до банкрутства – 95 %.

У Німеччині вперше застосував методологію багатофакторного дискримінантного аналізу при дослідженні фінансового стану підприємств у 1976 році К. Беєрман. Свої висновки він базував на емпіричному дослідженні 21 пари підприємств, половина з яких були збитковими та знаходилися у фінансовій кризі.

Характеристики дискримінантної функції Беєрмана наведено в табл. 12.1.

Таблиця 12.1

Параметри дискримінантної функції Беєрмана

Показник	Вага
X_1 =позичковий капітал / валюта балансу	+0,077
X_2 =чистий прибуток / валюта балансу	+0,813
X_3 =чистий прибуток / позичковий капітал	+0,124
X_4 =чистий прибуток / чиста виручка від реалізації	-0,105
X_5 =Cash-flow / позичковий капітал	-0,063
X_6 =чиста виручка від реалізації / валюта балансу	+0,061
X_7 =запаси / чиста виручка від реалізації	+0,268
X_8 =сума амортизації / вартість основних засобів на кінець періоду	+0,217
X_9 =введені основні засоби / сума амортизації	+0,012
X_{10} =заборгованість за банківськими позиками / позичковий капітал	+0,165

Одержані значення інтегрального показника Беєрман рекомендує інтерпретувати таким чином (горизонт прогнозування 1 рік):

Z більше 0,32 – підприємство знаходиться під загрозою банкрутства;

0,32 менше Z більше 0,236 – неможливо чітко ідентифікувати, потребує додаткового якісного аналізу;

Z менше 0,236 – підприємству не загрожує банкрутство.

Методологія багатофакторного дискримінантного аналізу може використовуватися як службами контролінгу підприємства для своєчасного виявлення симптомів фінансової кризи, так і банками при оцінці кредитоспроможності позичальника.

Використання методології багатофакторного дискримінантного аналізу у вітчизняній практиці є досить обмеженим, що зумовлено такими основними чинниками:

- 1) неможливістю розробки власних, галузевих дискримінантних функцій через відсутність фахівців достатньої кваліфікації;
- 2) відсутністю достатніх коштів для закупки та адаптації західних методик до вітчизняних умов господарювання;
- 3) недостатнім рівнем об'єктивності показників, які відображаються підприємствами у фінансовій звітності (проблематика подвійної бухгалтерії).

4

В разі, якщо заходи щодо попередження фінансової кризи на підприємстві не принесли бажаного результату (або вони взагалі не проводилися) і підприємство все ж опинилося у на межі банкрутства, то в арсеналі антикризового управління залишається ще один інструмент, з допомогою якого можна уникнути банкрутства та ліквідації – **фінансова санація**.

Метою фінансової санації є покриття поточних збитків та усунення причин їх виникнення, поновлення або збереження ліквідності та платоспроможності підприємств, скорочення всіх видів заборгованості, покращення структури капіталу та формування фондів фінансових ресурсів, необхідних для проведення санаційних заходів виробничо-технічного характеру. *При організації фінансової санації підприємств розрізняють три основні функціональні блоки:*

1. Розробка плану санації.
2. Проведення санаційного аудиту.
3. Менеджмент санації.

Як правило, *розробкою санаційної концепції (плану)*, за дорученням власників чи керівництва підприємства займаються консалтингові фірми у тісному взаємозв'язку із внутрішніми службами контролінгу (якщо вони є на підприємстві).

Якщо санація здійснюється в рамках провадження справи про банкрутство, то план санації за дорученням господарського суду розробляє керуючий санацією.

Санаційний аудит проводиться аудиторськими компаніями на замовлення власників підприємства, потенційних санаторів, кредиторів та інших осіб, які можуть взяти участь у фінансуванні санації. Основна його мета полягає в оцінці санаційної спроможності підприємства на основі аналізу фінансово-господарської діяльності та наявної санаційної концепції та плану санації.

Санаційна спроможність – це наявність у підприємства, що знаходиться у фінансовій кризі, фінансових, організаційно-технічних та правових можливостей, які визначають його здатність до успішного проведення фінансової санації.

До загальних передумов санаційної спроможності відносять наявність у підприємства ефективної санаційної концепції та потенціалу для майбутньої успішної діяльності.

Економічними критеріями стійкої санаційної спроможності підприємства є його здатність до забезпечення ліквідності, відновлення прибутковості та одержання конкурентних переваг.

Досягнення конкурентних переваг можливе лише за наявності стійкої ліквідності та платоспроможності, в той же час, орієнтація лише на забезпечення ліквідності дає можливість забезпечити життєздатність підприємства лише в короткостроковому періоді.

Санаційно-спроможним підприємство буде в тому випадку, якщо продискована очікувана вартість майбутніх активів (за умови успішної санації) буде більшою за вартість його ліквідаційної маси перед проведенням санації.

Вирішальне значення для успішного проведення фінансового оздоровлення підприємства є організація ефективного менеджменту санації. Сутність *менеджменту санації* можна розглядати з двох точок зору: з інституційної та з функціональної. Вирішення питання з призначенням менеджменту санації належить до числа першочергових заходів у рамках фінансового оздоровлення. З функціонального боку, *менеджмент санації* – це система антикризового управління, яка полягає в ефективному використанні фінансового механізму з метою запобігання банкрутства та фінансового оздоровлення підприємства. До функціональних сфер менеджменту санації слід віднести такі:

- 1) постановка цілей;
- 2) формування та аналіз проблеми (головна проблема – фінансова криза);
- 3) пошук альтернатив, прогнозування та оцінка їх реалізації (підбір та оцінка необхідного каталогу санаційних заходів);

- 4) прийняття рішення;

- 5) реалізація (проведення конкретних санаційних заходів);

- 6) контроль;

- 7) аналіз відхилень.

Основне завдання фінансового менеджменту в ході санації підприємства – правильне визначення потреби у капіталі для проведення санації та мобілізація фінансових джерел санації підприємств.

При визначенні конкретних шляхів мобілізації фінансового капіталу слід вивчити порядок визначення потреби в коштах, форми фінансування, правила, якими слід керуватися при формуванні активів та пасивів, методи оптимізації розміру та структури капіталу.

Фінансування санації може здійснюватися за рахунок власних коштів підприємства, фінансових засобів власників, за допомогою кредиторів і, у виключних випадках, шляхом одержання державної фінансової підтримки.

За формальними ознаками розрізняють два види санації:

- 1) санація без залучення додаткових фінансових ресурсів на підприємство;

- 2) санація із залученням нового фінансового капіталу.

Санація без залучення додаткових фінансових ресурсів на підприємство може здійснюватися в таких формах:

- зменшення номінального капіталу підприємства;

- конверсія власності в борг;

- конверсія боргу у власність;

- пролонгація строків сплати заборгованості;

- добровільне зменшення заборгованості;

- самофінансування.

Санація із залученням нового фінансового капіталу може приймати такі форми:

- альтернативна санація;

- зменшення номінального капіталу з наступним його збільшенням (двоступенева санація);

- безповоротна фінансова допомога власників;

- безповоротна фінансова допомога персоналу;

- емісія облігацій конверсійного займу;

- залучення додаткових позик.

Закон «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» розрізняє поняття «санація» та «досудова санація».

Під *санацією* розуміються заходи щодо оздоровлення підприємства в рамках провадження справи про банкрутство.

Досудова санація – система заходів щодо відновлення платоспроможності боржника, що здійснюються власниками боргу чи менеджментом підприємства, що знаходиться в кризі з метою запобігання його банкрутства та ліквідації шляхом реорганізаційних, організаційно-господарських, управлінських, інвестиційних, технічних, фінансово-економічних, правових

заходів у межах діючого законодавства до початку порушення провадження у справі про банкрутство.

5

Головна ідея інституту санації в ході провадження справи про банкрутство полягає у створенні умов для задоволення претензій кредиторів не лише за рахунок проведення ліквідаційних процедур, а й в результаті відновлення успішної фінансово-господарської діяльності боржника чи коштів його правонаступника. Ухвала про проведення санації боржника приймається Господарським судом за клопотанням комітету кредиторів.

До основних передумов прийняття рішення про проведення санації боржника після порушення справи про банкрутство належать такі:

1. Санаційна спроможність боржника, тобто наявність реального плану санації.
2. Наявність реальних можливостей виконання плану, відновлення платоспроможності підприємства-боржника та його успішної виробничо-господарської діяльності.
3. Наявність санатора, який має достатньо фінансових ресурсів для фінансового оздоровлення боржника.

Ініціатива про санацію може походити від потенційного санатора, розпорядника майна, а також від самого підприємства-боржника.

Для санатора мотивуючими стимулами до участі в санації можуть бути такі:

- здобуття контролю над підприємством-боржником;
- ефект синергізму, пов'язаний із новими можливостями внутрішньої кооперації, диверсифікації продукції або ринків збуту товарів;
- збереження надійного постачальника сировини та матеріалів чи споживача своєї продукції тощо;
- приватизація підприємства, якщо воно належить до державної форми власності.

З пропозицією про санацію може вийти також розпорядник майна підприємства, який призначається ухвалою господарського суду про порушення провадження у справі про банкрутство з метою забезпечення майнових інтересів кредиторів. З відповідною пропозицією розпорядник майна виходить, якщо в ході виконання своїх функцій він дійшов висновку про наявність у боржника реальних можливостей виходу із фінансової кризи. У разі, якщо ініціатором санації є боржник, то справа про банкрутство, як правило, також ініціюється боржником. Це робиться в тому випадку, коли підприємство є санаційно-спроможним, однак, у нього бракує часу для реалізації плану санації. Заява про банкрутство подається з надією отримати відстрочки кредиторів зі сплати заборгованості в ході провадження справи про банкрутство, наприклад, у результаті укладання мирової угоди. Разом із заявою про банкрутство, у даному разі боржник подає в господарський суд план санації та проект мирової угоди. Одночасно з винесенням ухвали про санацію господарський суд своєю ухвалою призначає керуючого санацією. З дня винесення ухвали про санацію припиняються повноваження керівника боржника, а управління боржником переходить до керуючого санацією, який протягом трьох місяців з дня винесення ухвали зобов'язаний подати комітету кредиторів для схвалення узгоджений план санації (реорганізації). Якщо протягом шести місяців з дня винесення ухвали про санацію в господарський суд не буде подано плану санації боржника, господарський суд має право прийняти рішення про визнання боржника банкрутом і відкриття ліквідаційної процедури.

План санації вважається схваленим, якщо за нього на засіданні комітету кредиторів таке рішення було підтримано більш як половиною голосів кредиторів – членів комітету кредиторів. Господарський суд спеціальною постановою затверджує умови санації підприємства-боржника, які можуть бути у формі:

- 1) плану реорганізації (як правило, без збереження юридичної особи боржника);
- 2) плану фінансової санації (зі збереженням юридичної особи боржника).

Як правило, план реорганізації розробляється в тому випадку, якщо фінансування санації здійснюється зовнішнім санатором.

Обов'язковими складовими частинами плану реорганізації є:

- умови участі санатора в задоволенні вимог кредиторів;
- умови та порядок реорганізації юридичної особи боржника;
- механізм виплати санатором боргу кредиторам (строки, послідовність, форми тощо).

Включення санатора до складу учасників (власників) підприємства може відбуватися такими основними способами:

1) у ході збільшення статутного капіталу боржника, за якого всі або більша частина корпоративних прав нової емісії викупляється санатором;

2) у результаті переуступки частини корпоративних прав на користь санатора власниками підприємства, що підлягає санації;

3) у результаті злиття, поглинання чи приєднання.

План санації зі збереженням статусу юридичної особи має свої особливості. Він, у значній мірі, базується на мобілізації внутрішніх фінансових резервів боржника та на участі в санації власників підприємства.

Для реалізації плану підприємство повинно бути на певний проміжок часу звільнене від обов'язків виконання платіжних зобов'язань перед кредиторами. Цього можна досягти шляхом укладання мирової угоди.

План санації в обов'язковому порядку повинен містити таку інформацію:

1. Аналіз причин фінансової кризи.
2. Оцінку фінансового стану боржника до початку санації.
3. Заходи щодо нормалізації фінансового стану боржника (спрямовані на відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості).
4. Узгоджений з кредиторами порядок відстрочки виконання платіжних зобов'язань.
5. Інформацію про те, наскільки реалізація плану санації покращує шанси задоволення претензій кредиторів у порівнянні з вихідною ситуацією.
6. Порівняльні розрахунки задоволення претензій кредиторів у випадку реалізації плану санації та у разі задоволення вимог шляхом проведення ліквідаційних процедур.
7. Прогнозні показники фінансово-майнового стану боржника у процесі та після реалізації плану санації із указівкою строків відновлення платоспроможності та погашення претензій кредиторів.
8. Механізми контролю за ходом реалізації плану.

За заявою будь-кого з кредиторів або боржника, господарський суд може відхилити план санації, якщо будуть представлені обґрунтовані докази того, що в результаті прийняття рішення про санацію, становище однієї із зацікавлених сторін буде гіршим, ніж у випадку здійснення ліквідаційних процедур.

Функції нагляду за повнотою виконання плану санації покладаються на арбітражного керуючого (розпорядника майна чи керуючого санацією). Повноваження арбітражного керуючого, членів комітету кредиторів та нагляд господарського суду зберігаються до повного виконання плану санації. Процедура санації у справах про банкрутство ще не набула в Україні належного поширення й застосовується досить рідко. Досить часто процедуру банкрутства використовують не для відновлення платоспроможності боржника та погашення його заборгованості перед кредиторами та працівниками (із заробітної плати), а для недобросовісного переділу власності (прихована приватизація).

6

Одним із інструментів фінансового оздоровлення підприємств є реструктуризація. Законом України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом», іншими нормативно-правовими документами передбачено використання

реструктуризації як ефективного засобу відновлення платоспроможності підприємства, який рекомендується включати в план санації.

Реструктуризація підприємства – це здійснення організаційно-господарських, фінансово-економічних, правових, технічних заходів, спрямованих на реорганізацію підприємства, зміну форм власності, управління, організаційно-правової форми, що сприятиме фінансовому оздоровленню підприємства, збільшенню обсягів випуску конкурентоспроможної продукції, підвищенню ефективності виробництва та задоволенню вимог кредиторів.

Керуючись даним визначенням, можна зробити розмежування між категоріями «реструктуризація підприємства» та «реорганізація». Поняття «реструктуризація» є більш ширшим, оскільки включає в себе поряд з іншими, заходи, спрямовані на реорганізацію підприємства.

Основний зміст *реорганізації* полягає в повній або частковій зміні власника статутного капіталу даної юридичної особи та в зміні організаційно-правової форми організації бізнесу.

В залежності від характеру заходів, які застосовуються, виділяють такі форми реструктуризації:

- реструктуризація виробництва;
- реструктуризація активів;
- фінансова реструктуризація;
- корпоративна реструктуризація (реорганізація).

Реструктуризація виробництва передбачає внесення змін в організаційній та у виробничо-господарській сфері підприємства з метою підвищення його рентабельності та конкурентоспроможності. В рамках даного виду реструктуризації можуть проводитися такі заходи:

- зміна керівництва підприємства;
- упровадження нових, прогресивних форм та методів управління;
- диверсифікація асортименту продукції;
- покращення якості продукції;
- підвищення ефективності маркетингу;
- зменшення витрат на виробництво;
- скорочення чисельності зайнятих на підприємстві.

Реструктуризація активів включає в себе заходи, результатом яких є зміни в структурі та складі активної сторони балансу. До основних заходів у рамках реструктуризації активів слід віднести такі:

- продаж частини основних засобів;
- продаж зайвого обладнання, запасів сировини та матеріалів тощо;
- продаж окремих підрозділів підприємства;
- зворотний лізинг;
- реалізація окремих видів фінансових вкладень;
- рефінансування дебіторської заборгованості.

Фінансова реструктуризація пов'язана зі зміною структури та розмірів власного та позичкового капіталу, а також зі змінами в інвестиційній діяльності підприємства. До основних заходів у рамках фінансової реструктуризації можна віднести такі:

- реструктуризація заборгованості перед кредиторами;
- одержання додаткових кредитів;
- збільшення статутного капіталу;
- заморожування інвестиційних вкладень.

Фінансова реструктуризація повинна в обов'язковому порядку супроводжуватися реструктуризацією виробництва, в противному разі, заходи щодо покращення ситуації з фінансування можуть лише відстрочити ліквідацію підприємства на більш пізній період.

Найбільш складним видом реструктуризації є корпоративна реструктуризація. *Корпоративна реструктуризація* пов'язана з реорганізацією підприємства, її наслідком є повна або часткова зміна власника статутного капіталу, створення нових юридичних осіб та (або)

організаційно-правової форми організації бізнесу. До заходів, які проводяться в рамках корпоративної реструктуризації можна віднести такі:

- часткова або повна приватизація;
- поділ великих підприємств на частини;
- виділення із великих підприємств окремих підрозділів;
- виділення із підприємства об'єктів соціально-культурного та інших непрофільних підрозділів;
- приєднання чи злиття з іншими, більш потужними підприємствами.

Реорганізація підприємств, які мають кредиторську заборгованість, повинна здійснюватися з дотриманням вимог щодо переведення боргу, зокрема:

1) перевід боржником свого боргу на іншу особу допускається лише за згодою кредитора;

2) новий боржник вправі висувати проти вимоги кредитора всі заперечення, оснований на відносинах між кредитором і первісним боржником;

3) порука і встановлена третьою особою застава припиняються з переводом боргу, якщо поручитель або заставадавець не виявив згоди відповідати за нового боржника;

4) уступка вимоги і перевід боргу, оснований на угоді, укладеній у письмовій формі, повинні бути вчинені в простій письмовій формі.

Перед здійсненням санаційної реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємства, що знаходиться в кризі, який повинен базуватися на аналізі основних характеристик діяльності даної юридичної особи. На основі результатів аналізу робиться висновок про санаційну спроможність підприємства та про доцільність його реорганізації.

Ефективність реструктуризації забезпечується тими заходами, які покладені в основу плану реструктуризації. В плані слід відобразити переваги вибраних організаційних форм та методів реструктуризації. У разі реорганізації слід показати, які переваги одержить підприємство в результаті зміни організаційно-правової форми, відокремлення окремих структурних підрозділів чи приєднання інших підприємств.

РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

Базова

1. Бердинець М.Д. Фінансовий менеджмент у малому бізнесі: Навчальний посібник / М.Д. Бердинець, А.В. Сурженко. – К.: «Центр учбової літератури», 2016. – 352 с.
2. Даниленко А.С. Фінансовий менеджмент: Підручник / А.С. Даниленко, О.М. Варченко, В.М. Ціхановська. – К.: «Хай–Тек Прес», 2013. – 688 с.
3. Конспект лекцій навчальної дисципліни «Фінансовий менеджмент» освітньо-професійної програми другого (магістерського) рівня вищої освіти зі спеціальності 073 Менеджмент / Укладач: Ткаченко І.П. – Кам'янське: ДДТУ, 2017. – 230 с.
4. Кузнецова С.А. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник / С.А. Кузнецова. – К.: «Центр учбової літератури», 2014. – 12 с.
5. Лапіна І.С. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник / І.С. Лапіна, О.М. Гончаренко та ін. – Одеса: Атлант, 2016 – 313 с.
6. Поддєрьогін А.М. Фінансовий менеджмент капіталу / А.М. Поддєрьогін, І.В. Вівсяна // Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. – № 1. – 2018. – С. 136-149.
7. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник / К.В. Васьківська, О.А. Сич. – Львів: «ГАЛИЧ-ПРЕС», 2017. – 236 с.
8. Фінансовий менеджмент: Електронний навчальний посібник / І.А. Бігдан, Л.І. Лачкова, В.М. Лачкова, О.В. Жиликова – Х.: ХДУХТ, 2017. – 197 с. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://elib.hduht.edu.ua/bitstream/123456789/1864/1/%D0%9F%D0%BE%D1%81%D1%96%D0%B1%D0%BD%D0%B8%D0%BA%20%D0%A4%D0%9C%20%D0%B5%D0%BB%D0%B5%D0%BA%D1%82.pdf>.
9. Фінансовий менеджмент: Підручник / В.П. Мартиненко, Н.І. Климаш та ін.; під ред. Т.А. Говорушко. – Львів: «Магнолія 2006» – 2014. – 344 с.
10. Фінансовий менеджмент: Підручник / Д.І. Дема, Л.М. Дорохова, О.М. Віленчук та ін. – Житомир: ЖНАЕУ, 2018. – 320 с.
11. Школьник І.О. Фінансовий менеджмент: Навчальний посібник / І.О. Школьник. – К.: Ліра, 2015. – 301 с.

Допоміжна

1. Брітченко І.Г. Контролінг: Навчальний посібник / І.Г. Брітченко, А.О. Князевич. – Рівне: Волинські обереги, 2015. – 280 с.
2. Гайбура Ю.А. Фінансове прогнозування як елемент управління фінансовими ресурсами підприємства / Ю.А. Гайбура, Л.А. Загнітко // Економіка і суспільство. – Вип. 9. – 2017. – С. 968-974.
3. Гриньова В.М. Інвестиційний менеджмент: Підручник для студ. вищ. навч. закл. / За ред. В.М. Гриньової. –Х.: ІНЖЕК, 2015. – 541 с.
4. Гудзь О.Є. Фінансова політика підприємства: Навчальний посібник / О.Є. Гудзь, П.А. Стецюк. – Київ-Львів: Ліга-Прес, 2017. – 120 с.
5. Карпунь І.Н. Антикризисні заходи на підприємстві: Управління, стратегія, цілі та завдання: Монографія. – Львів: Видавництво «Магнолія 2006», 2014. – 440 с.
6. Ковальчук К.Ф. Управлінська, фінансова та маркетингова діяльність підприємств в умовах нестійкої економіки: Колективна монографія / За заг. ред. К.Ф. Ковальчука. – Дніпропетровськ: Пороги, 2016. – 516 с.
7. Крутова А.С. Управління фінансовою безпекою підприємств торгівлі в умовах невизначеності: Колективна монографія / А.С. Крутова, Л.І. Лачкова та ін.; ред. Крутова А.С. – Х.: Видавець Іванченко І.С., 2017. – 264 с.
8. Крутова А.С. Управління фінансовою санацією підприємства: Навчальний посібник / А.С. Крутова, Л.І. Лачкова, В.М. Лачкова. – Х.: Видавець Іванченко І. С., 2017. – 186 с.

9. Линник О.І. Антикризове управління на вітчизняних та закордонних підприємствах: Теорія, діагностика кризового стану, соціально-економічні аспекти управління: Монографія / О.І. Линник, Р.Ф. Смоловик, І.А. Юр'єва. – Х.: Підручник НТУ «ХПІ», 2013. – 543 с.

10. Павлова І.В. Прогнозування фінансових показників як елемент планування розвитку діяльності підприємства / І.В. Павлова // Логістика. – 2014. – № 690. – С. 752–755.

11. Фінанси: Підручник / І.О. Лютий, С.Я. Боринець, З.С. Варналій, та ін.; за ред. д.е.н., проф. І.О. Лютого. – Київ: Видавництво Ліра-К, 2017. – 720 с.

12. Юнацький М.О. Огляд сучасних методів прогнозування фінансового стану підприємства / М.О. Юнацький // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – № 4. – 2018. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/4_2018/42.pdf.

Інформаційні ресурси

1. Господарський кодекс України від 16.01.2003 р. № 436-IV. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.

2. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності». – [Електронний ресурс]: затверджене наказом Міністерства фінансів України № 73 від 07.02.2013 р. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0336-13>.

3. Офіційний сайт Державного комітету статистики України. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

4. Офіційний сайт Мінфін [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://minfin.com.ua/>.

5. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/>.

ГЛОСАРІЙ

Агресивна стратегія фінансування оборотного капіталу – стратегія фінансування, при якій довгострокові пасиви підприємства покривають необоротні (фіксовані) активи та постійний оборотний капітал (системну частину поточних активів). при цьому чистий оборотний капітал дорівнює мінімальній величині оборотних коштів, необхідних для здійснення виробничо-господарської діяльності підприємства, а змінний оборотний капітал (варіативна частина поточних активів) повністю покривається короткостроковою кредиторською заборгованістю.

Актив – частина бухгалтерського балансу, яка відображає на певну дату всі наявні матеріальні цінності, грошові кошти та боргові вимоги підприємства.

Активи – матеріальні ресурси, які використовуються у виробництві з метою одержання прибутку.

Активний ринок – ринок для певного цінного папера, на якому існує можливість будь-коли продати цінні папери за ціною, що переважає в цей час на ринку.

Акція – цінний папір, який випускається акціонерним товариством і дає право його власнику на отримання певного доходу з прибутку акціонерного товариства.

Акція привілейована – цінний папір, який дає право на першочергове одержання дивідендів незалежно від наявності прибутку.

Амортизаційні відрахування – поступове перенесення вартості основних засобів внаслідок їх зносу на вироблений продукт.

Аналіз безбитковості – аналіз результатів діяльності підприємства на підставі співвідношення величин випуску, прибутку та витрат, що дозволяє визначити рівні доходів та витрат при різній діловій активності підприємства.

Аналіз витрат – аналіз величини, структури та динаміки витрат з метою виявлення шляхів їх можливого зниження та більш ефективного використання ресурсів підприємства.

Аналіз ліквідності підприємства – аналіз можливості підприємства покрити свої фінансові зобов'язання.

Аналіз руху грошових коштів – визначення моментів і величин припливів і відтоків готівки підприємства.

Ануїтет – ряд рівних грошових платежів (виплат або надходжень), що відбуваються через рівні проміжки часу. У випадку звичайного ануїтету, грошовий потік починається наприкінці поточного періоду, прикладом звичайного ануїтету є іпотека.

Аудитор – співробітник аудиторської фірми, що контролює фінансову діяльність підприємств, а також дає висновок з річних бухгалтерських звітів та балансів перед їх публікацією.

Баланс – зведення показників, які характеризують активи, пасиви та акціонерний капітал товариства.

Балансовий звіт – один з основних фінансових документів, що визначає прогноз складу його активів та пасивів на майбутній період.

Банкрутство – нездатність підприємства або будь-якого іншого господарюючого суб'єкта задовольняти вимоги кредиторів з оплати продукції (робіт, послуг), включаючи неможливість забезпечити обов'язкові платежі в бюджет і позабюджетні фонди у зв'язку з перевищенням зобов'язань боржника над його майном.

Безнадійний борг – сума простроченої дебіторської заборгованості, імовірність погашення якої з погляду підприємства мала.

Бізнес – господарська діяльність, яка приносить дохід, вигоду.

Бюджет грошових коштів – плановий документ, який відображає майбутні надходження і платежі грошових коштів.

Валовий дохід – загальна сума доходу платника податку від усіх видів діяльності, отриманого протягом звітного періоду.

Вартість капіталу – ціна сукупних елементів капіталу, що становлять його структуру, з позиції доцільності їх формування за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел для продуктивного використання в господарській діяльності підприємства.

Виробничий леверидж – кількісно характеризується співвідношенням між постійними і змінними витратами в загальній собівартості і впливає на фінансові результати діяльності підприємства.

Виручка від реалізації продукції – грошові кошти, які надійшли на поточний рахунок підприємства за відвантажену покупцю продукцію.

Витрати майбутніх періодів – витрати, які зроблені підприємством у даному звітному періоді, але підлягають урахуванню в собівартості продукції (робіт, послуг) у майбутніх періодах.

Власні оборотні кошти – різниця між величиною власного капіталу та сумою вкладень у фіксовані (необоротні) активи підприємства.

Генеральна фінансова стратегія – це процес формування та використання доходів малого підприємства на плановий період.

Грошовий потік – це надходження та вибуття грошових коштів та їхніх еквівалентів.

Грошовий потік від інвестиційної діяльності – потік коштів, що утворюється в результаті реальних інвестицій підприємства.

Грошовий потік від операційної (поточної) діяльності підприємства – це надходження від щоденної роботи підприємства.

Грошовий потік від фінансової діяльності підприємства – потік коштів, що утворюється за рахунок залучення підприємством нових джерел фінансування (у першу чергу за рахунок емісії акцій), а також за рахунок збільшення кредитних (процентних) облігацій.

Грошовий потік підприємства – сукупність розподілених у часі надходжень і виплат коштів, генерованих його господарською діяльністю.

Грошові потоки від активів – включають три компоненти: грошові потоки від поточної (операційної) діяльності; грошові потоки від інвестиційної діяльності; грошові потоки від фінансової діяльності.

Дебіторська заборгованість – рахунки, за якими належить сплатити грошові кошти за поставки продукції в кредит.

Депозит – грошові кошти або цінні папери, які зберігаються в комерційних банках і підлягають поверненню їх власнику.

Дефляція – процес, зворотний інфляції; виражається в подорожчанні грошей і збільшенні їхньої покупної здатності щодо товарів і послуг, а також підвищенні курсу національної валюти стосовно до курсів іноземних валют.

Диверсифікованість виробництва (діяльності) підприємства – перехід від виробничої структури, що базується на виробництві одного продукту, до багатопрофільного виробництва з широкою номенклатурою продукції, що випускається.

Дисконтування – визначення поточного еквівалента коштів, очікуваних до одержання у певний момент часу.

Дисконтування доходу – це приведення величини доходу до моменту вкладання капіталу.

Дисконтування капіталу – приведення величини вкладеного капіталу різного періоду до величини сумірної в часі.

Еквіваленти грошових коштів – це короткострокові фінансові інвестиції, які можуть бути вільно конвертовані у відому суму і мають незначний ризик щодо зміни вартості.

Ефект операційного (виробничого) важеля – ефект, що полягає в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) породжує більш сильну зміну прибутку підприємства.

Ефект фінансового левериджу – відображає рівень додатково генерованого прибутку на власний капітал при використанні позикових коштів.

Ефективний портфель цінних паперів – портфель цінних паперів, що забезпечує найбільшу доходність при заданому рівні ризику або найменший ризик при заданій нормі прибутку.

Запас фінансової стійкості – відношення різниці між поточним обсягом реалізації (продажів) продукції підприємства і обсягом реалізації (продажів) цієї продукції в точці безбитковості до поточного обсягу реалізації (продажів) продукції, виражене у відсотках.

Інвестиції – довгострокові вкладення коштів.

Інвестиційна діяльність – це сукупність операцій з придбання та продажу необоротних активів, а також короткострокових фін інвестицій, що не є еквівалентами грошових коштів.

Інфляція – знецінення паперових грошей і безготівкових коштів.

Інформаційне забезпечення фінансового менеджменту – процес цілеспрямованого неперервного добору відповідних показників, необхідних для обліку, аналізу, планування, контролю й ефективного управління при прийнятті управлінських рішень за всіма напрямками фінансової діяльності підприємства.

Коефіцієнт абсолютної ліквідності – співвідношення між сумою високоліквідних активів і величиною короткострокових зобов'язань підприємства.

Коефіцієнт автономії – співвідношення між сумою власного капіталу і величиною активів підприємства.

Коефіцієнт відновлення платоспроможності підприємства – відносний параметр, що показує здатність підприємства відновити свої платіжні спроможності, тобто погасити короткострокові зобов'язання за нормативний період.

Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів – відношення між сумою довгострокових зобов'язань підприємства і величиною його постійного (перманентного) капіталу.

Коефіцієнт забезпечення власними коштами – характеризує наявність у власних оборотних коштів підприємства, необхідних для його фінансової стабільності.

Коефіцієнт забезпеченості довгострокових інвестицій – показує, яка частка інвестованого (постійного) капіталу іммобілізована у фіксовані (необоротні) активи підприємства.

Коефіцієнт забезпеченості запасів і витрат власними оборотними коштами – показує, якою мірою товарно-матеріальні запаси підприємства покриті власними джерелами і не мають потреби в залученні позикових джерел фінансування.

Коефіцієнт маневреності власних коштів – співвідношення між величиною власних оборотних коштів і сумою власного капіталу підприємства.

Коефіцієнт маневреності чистих мобільних коштів за коштами – співвідношення між сумою коштів і величиною чистих мобільних коштів підприємства.

Коефіцієнт маневреності чистих мобільних коштів за товарно-матеріальними запасами – співвідношення між сумою товарно-матеріальних запасів і величиною чистих мобільних коштів підприємства.

Коефіцієнт обіговості – показує, скільки разів за звітний період ті або інші активи підприємства перетворюються в кошти.

Коефіцієнт покриття – визначається відношенням суми оборотних коштів до загальної суми поточних зобов'язань перед кредиторами банків, інших позовних коштів і розрахунків з кредиторами і характеризує достатність оборотних коштів підприємства для погашення своїх боргів.

Коефіцієнт покриття інвестицій – показує частку постійного капіталу в загальній сумі активів підприємства.

Коефіцієнт поточної (загальної) ліквідності (покриття) – показує співвідношення між сумою поточних активів і величиною короткострокових зобов'язань підприємства.

Коефіцієнт реінвестування – показує, яка частина чистого прибутку може бути вкладена в підприємство після виплати дивідендів.

Коефіцієнт фінансового левериджу – характеризує величину позикового капіталу в розрахунку на одиницю власного капіталу.

Коефіцієнт швидкої (критичної) ліквідності (проміжного покриття) – співвідношення між сумою високоліквідних активів, дебіторської заборгованості, термін погашення якої менше 12 місяців, інших оборотних активів і величиною короткострокових зобов'язань підприємства.

Коефіцієнт, що характеризує співвідношення між позиковим і власним капіталом (плече фінансового важеля) – показує співвідношення між позиковим і власним капіталом підприємства.

Консервативна стратегія фінансування оборотного капіталу – стратегія фінансування, при якій змінний оборотний капітал цілком покривається довгостроковими пасивами.

Кредиторська заборгованість – грошові кошти підприємства, які належить сплатити відповідній юридичній особі (постачальнику) або фізичній особі.

Кредитоспроможність – наявність передумов для отримання кредиту, спроможність повернути його в повному обсязі й у певний термін. визначається показниками, що характеризують позичальника: акуратністю в розрахунках за раніше отримані кредити, поточним фінансовим станом, змогою в разі потреби мобілізувати кошти з різних джерел.

Критична неплатоспроможність підприємства – характеризує відповідний фінансовий стан потенційного банкрутства, якщо на початок і кінець звітного кварталу, що передуює поданню заяви про порушення справи про банкрутство, маються ознаки поточної неплатоспроможності.

Ліквідність балансу підприємства – ступінь покриття зобов'язань підприємства його активами, термін погашення яких у грошовій формі відповідає терміну погашення зобов'язань.

Ліквідність капіталу підприємства – здатність капіталу підприємства перетворюватися в грошові кошти.

Метод дисконтування грошових потоків – базується на прогнозуванні цих потоків від даного підприємства.

Непрямий метод визначення грошових коштів – це визначення суми чистого надходження коштів шляхом послідовного коригування показника прибутку внаслідок змін у складі запасів, дебіторської та кредиторської заборгованостей, доходів і витрат, пов'язаних з інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Оперативна фінансова стратегія – це процес формування валових доходів і надходжень коштів та валових витрат малого підприємства на короткостроковий період.

Оперативне планування – структурований процес, за допомогою якого відбувається розподіл ресурсів підприємства за структурними підрозділами і виробленою продукцією, а також визначаються показники для різних структурних підрозділів.

Операційна діяльність – це основна діяльність малого підприємства, а також інші операції, які не є інвестиційною та фінансовою діяльністю.

Оптимізація активів – визначення співвідношення окремих видів активів, які забезпечують найкращі умови виробничо-комерційної діяльності підприємств з високим рівнем ліквідності.

Оптимізація структури капіталу – визначення співвідношення власного і залученого капіталів, за якого забезпечуються оптимальні пропорції між рівнем рентабельності власного капіталу та рівнем фінансової стійкості підприємства.

Оптимізація грошових потоків – процес вибору найкращих форм руху грошових коштів з урахуванням умов та особливостей здійснення господарської діяльності.

Плече фінансового важеля – співвідношення позикових та власних коштів у загальному обсязі капіталу підприємства.

Податковий коректор фінансового левериджу – показує ступінь прояву ефекту фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку підприємства.

Поріг рентабельності – величина виручки від реалізації продукції (робіт, послуг) підприємства, що цілком покриває його сукупні поточні витрати (постійні і змінні).

Портфель цінних паперів – вкладення в цінні папери, керовані як єдине ціле.

Поточна неплатоспроможність – характеризує такий фінансовий стан підприємства, при якому на певний конкретний період часу через випадковий збіг обставин недостатньо суми наявних у нього коштів і високоліквідних активів для погашення поточного боргу, що відповідає законодавчому визначенню.

Прибуток – частина доходу, яка залишається після відшкодування поточних витрат, відсотків за кредит, обов'язкових платежів, які включаються в собівартість продукції.

Прямий метод визначення чистих надходжень – це визначення чистого надходження коштів у результаті операційної діяльності у вигляді різниці між надходженнями і видатками грошових коштів.

Реінвестований прибуток – нерозподілений прибуток підприємства, направлений на фінансування розширення діяльності підприємства і утворення резервів.

Реінвестування – використання нерозподіленого прибутку для цілей фінансування розширення діяльності підприємства.

Рентабельність – один з основних показників, що характеризують ефективність використання всього майна підприємства незалежно від джерел його фінансування. розраховується як частка від ділення прибутку (валового, чистого, від реалізації) на середньорічну величину активів.

Рентабельність власного капіталу – відношення прибутку (валового, чистого, від реалізації) до середньорічної величини власного капіталу.

Рентабельність продажів – відношення прибутку від реалізації продукції до витрат, пов'язаних з виробництвом і реалізацією цієї продукції.

Реструктуризація – комплекс організаційно-управлінських і фінансово-економічних заходів, спрямованих на аналіз і вдосконалення організаційної структури управління підприємством, його фінансової системи, системи управління кадровим потенціалом тощо.

Реструктуризація боргу підприємства – зміна термінів погашення і (або) умов надання позики підприємству.

Реструктуризація кредиторської заборгованості – надання підприємству відстрочок і розстрочок зі сплати боргів, може здійснюватися на підставі угод з кредиторами або рішення арбітражного суду про визнання підприємства банкрутом.

Рефінансування – заміна одного випуску боргових зобов'язань підприємства іншим випуском.

Ризик валютний – ризик одержання збитків у результаті несприятливих короткострокових або довгострокових коливань курсів валют на міжнародних фінансових ринках.

Ризик депозитний – імовірність виникнення втрат у результаті неповернення депозитних внесків підприємства в банках. це досить рідкісний вид ризику і пов'язаний, як правило, з неправильною оцінкою і невдалим вибором банку для здійснення депозитних операцій підприємства.

Ризик інвестиційний – імовірність виникнення фінансових втрат у процесі здійснення інвестиційної діяльності підприємства. відповідно до можливостей інвестиційної діяльності виділяються два основних види інвестиційного ризику: ризик фінансового інвестування (ризик на ринку цінних паперів) і ризик реального інвестування (проектні ризики).

Ризик комерційний (підприємницький) – можливість настання обставини, що приносить матеріальний збиток.

Ризик кредитний – виникає у фінансовій діяльності підприємства при наданні йому торговельного або банківського кредиту. рівень кредитного ризику підвищується зі збільшенням суми кредиту і терміну, на який він береться.

Ризик несистематичний (залишковий) – специфічний ризик для цінних паперів даної фірми. цей вид ризику усувається за допомогою диверсифікованості портфеля цінних паперів.

Ризик підприємницький – імовірність виникнення збитків або недоодержання доходів порівняно з прогнозованим варіантом.

Ризик податковий – розуміється як імовірність втрат, що може зазнати підприємство в результаті кон'юнктурної зміни податкового законодавства або в результаті помилок, допущених підприємством при вирахуванні податкових платежів.

Ризик портфеля цінних паперів – можливість настання обставин, за яких інвестор зазнає втрат, пов'язаних з інвестиціями в портфель цінних паперів і операціями щодо залучення ресурсів для формування портфеля цінних паперів.

Ризик процентний – виникає через непередбачені зміни процентної ставки на фінансовому ринку.

Ризик систематичний – ризик за акціями, пов'язаний з коливаннями курсу цінних паперів.

Рух грошових коштів – це надходження і витрачання грошовим коштів у процесі господарської діяльності підприємства.

Санация – система заходів (видача позичок, субсидій тощо), проведених для поліпшення фінансового стану підприємств з метою запобігання їх банкрутства або підвищення конкурентоспроможності, особливо в періоди економічних криз.

Ставка дисконтування – процентна ставка, яка використовується для визначення поточної вартості майбутніх грошових потоків.

Статутний капітал – капітал, величина якого зафіксована в статуті підприємства (акціонерного товариства); утворюється з коштів, отриманих підприємством (акціонерним товариством) у результаті продажу акцій.

Структура капіталу – співвідношення між складовими власного і позикового капіталу або основного і оборотного капіталу; співвідношення між складовими портфеля цінних паперів підприємства.

Суб'єкти інвестиційної діяльності – інвестори, замовники, підрядчики, користувачі об'єктів капітальних вкладень та інші особи, що здійснюють вкладення і використання інвестицій.

Сукупний грошовий потік – сума грошових потоків від операційної (поточної, основної), інвестиційної і фінансової діяльності підприємства.

Темп інфляції – показник, що характеризує розмір знецінення (зниження купівельної спроможності) грошей у певному періоді, виражений приростом середнього рівня цін у відсотках до їхнього номіналу на початок періоду.

Трендовий аналіз – збір та обробка даних за різні періоди та порівняння кожної позиції звітності з аналогічними показниками попередніх періодів з метою визначення тренду, тобто основної тенденції розвитку показника, без обліку випадкових впливів та індивідуальних особливостей, що характеризують окремі періоди аналізу.

Управління запасами – комплекс заходів, спрямованих на приведення у відповідність рівня товарно-матеріальних запасів підприємства планованим обсягам виробництва і продажів.

Управлінські витрати – всі витрати підприємства, не пов'язані з його виробничою або комерційною діяльністю, але віднесені на собівартість виробленої підприємством продукції (робіт, послуг).

Фінанси – являють собою економічні відносини, що виникають у суб'єктів господарювання і держави з приводу формування, розподілу і використання централізованих і децентралізованих коштів для забезпечення умов розширеного відтворення, стимулювання і задоволення соціальних нестатків суспільства.

Фінансова діагностика підприємства – визначення найбільш важливих показників, що характеризують фінансовий стан підприємства, у тому числі прибутків і збитків, змін у структурі активів і пасивів, розрахунках з дебіторами і кредиторами; виконується на основі наявної бухгалтерської звітності.

Фінансова діяльність – це сукупність операцій, які призводять до зміни величини та складу власного капіталу.

Фінансова рівновага – таке співвідношення власних і позикових коштів підприємства, при якому за рахунок власних коштів цілком погашаються колишні і нові борги.

Фінансова стійкість – платоспроможність у часі з дотриманням умови фінансової рівноваги між власними і позиковими джерелами фінансування.

Фінансова стратегія – це генеральний план дій щодо забезпечення малого підприємства грошовими коштами.

Фінансове планування – науковий процес обґрунтування на певний період руху фінансових ресурсів підприємства і відповідних фінансових відносин.

Фінансове прогнозування – являє собою дослідження і розроблення можливих шляхів розвитку фінансів підприємств не тільки на достовірних даних, але й на певних припущеннях.

Фінансовий аналіз підприємства – вивчення ключових параметрів і коефіцієнтів, що характеризують фінансовий стан підприємства, у тому числі його прибутків і збитків, змін у структурі активів і пасивів, розрахунках з дебіторами і кредиторами, фінансової стійкості, ділової активності, рентабельності тощо.

Фінансовий контроль – цілеспрямована діяльність уповноважених органів щодо забезпечення виконання суб'єктами господарювання встановлених форм і методів реалізації фінансових відносин, аналізу їхньої ефективності і розробки пропозицій з їх удосконалення.

Фінансовий леверидж – показує ступінь використання підприємством позикових коштів. чим більшою мірою підприємство фінансується за рахунок одержання позик, тим більшою мірою застосовується фінансовий леверидж.

Фінансовий менеджмент – являє собою науку про управління фінансами підприємства щодо розробки і реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів підприємства.

Фінансовий механізм підприємства – сукупність погоджених між собою вироблених на підставі фінансової політики управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів підприємства і організацією обороту його коштів.

Фінансовий ринок – організована або неформальна система торгівлі фінансовими інструментами.

Фінансовий цикл – період обороту коштів підприємства, що дорівнює інтервалу між припливом і відтоком оборотного капіталу.

Фінансові інструменти – різні форми коротко- і довгострокового інвестування, торгівля якими здійснюється на фінансових ринках; включають опціон, облігації, ф'ючерси, ноу-хау тощо.

Фінансові коефіцієнти – набір показників (коефіцієнтів), що використовуються для дослідження ефективності діяльності підприємства і вимірювання ступеня ризику його операцій.

Фінансові ресурси господарюючих суб'єктів - сукупність грошових доходів і надходжень зовні (залучені і позикові кошти), призначених для розвитку виробництва, виконання фінансових зобов'язань підприємства, фінансування поточних витрат і створення резервів.

Фінансові стимули – являють собою можливість тієї або іншої форми фінансових відносин матеріально впливати на діяльність суб'єкта з метою збільшення зацікавленості в результаті роботи.

Фінансові ф'ючерси – короткострокові контракти на купівлю і продаж певних цінних паперів за певною ціною протягом обумовленого сторонами терміну.

Хеджування – система управління фінансами, що дозволяє мінімізувати ступінь ризику, пов'язаного з тією або іншою фінансовою операцією.

Центр витрат – підрозділ підприємства, критеріями ефективності якого є мінімум витрат, термінів реалізації проекту, максимум показників якості виробленої продукції (робіт, послуг).

Центр доходів – підрозділ підприємства, головним критерієм ефективності якого є максимізація доходу (виручки) від реалізації продукції (робіт, послуг), а також максимізації частки ринку.

Центр інвестицій – підрозділ підприємства, головним критерієм ефективності якого є досягнення накресленої рентабельності інвестицій у той або інший проект.

Центр прибутку – підрозділ підприємства, відповідальний за свої доходи, витрати та інвестиції. критерієм ефективності центру прибутку звичайно виступає максимум норми прибутку (рентабельності інвестицій). рідше цей термін застосовується до підрозділів, що відповідають у першу чергу за формування показника норми прибутку цього підрозділу.

Чистий дисконтований прибуток – різниця між доходами підприємства за деякий період і витратами, пов'язаними з одержанням цих доходів, приведена до поточної вартості базового періоду.

Чистий прибуток підприємства – різниця між валовим прибутком і податком на прибуток.

Чисті мобільні кошти – різниця між величиною поточних активів і сумою короткострокових зобов'язань (поточних пасивів) підприємства.